全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁说股市没规律

破译中国股市熊牛交替的密码

尹中立◎著

培养中国人寻逐财富的智慧

“最有价值的知识是关于方法的知识！”——达尔文

人民东方出版传媒
東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户
理想藏书55188 www.55188.com

图书在版编目（CIP）数据

谁说股市没规律：破译中国股市熊牛交替的密码/尹中立 著. —北京：东方出版社，2013.4
ISBN 978-7-5060-6282-4

Ⅰ.①谁… Ⅱ.①尹… Ⅲ.①股票市场-研究-中国 Ⅳ.①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 087078 号

谁说股市没规律：破译中国股市熊牛交替的密码
（SHUISHUO GUSHI MEIGUILÜ：POYI ZHONGGUO GUSHI XIONGNIU JIAOTI DE MIMA）
作　　者：尹中立
责任编辑：徐　玲　段　恒
出　　版：东方出版社
发　　行：人民东方出版传媒有限公司
地　　址：北京市东城区朝阳门内大街 166 号
邮政编码：100706
印　　刷：北京京都六环印刷厂
版　　次：2013 年 6 月第 1 版
印　　次：2013 年 6 月第 1 次印刷
印　　数：1—8000 册
开　　本：710 毫米×1000 毫米　1/16
印　　张：15.25
字　　数：178 千字
书　　号：ISBN 978-7-5060-6282-4
定　　价：42.00 元
发行电话：（010）65210056　65210060　65210062　65210063



版权所有，违者必究　本书观点并不代表本社立场
如有印装质量问题，请拨打电话：（010）65210012

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户
理想藏书55188

谁说股市没规律

破译中国股市熊牛交替的密码

人民东方出版传媒
東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

破译股市的密码

从20世纪90年代初，我就开始涉足股票市场，几乎从中国股市创立之初就开始关注它，最早是负责管理一家投资公司的自营股票账户，后来又在招商证券公司做证券分析师，2004年以来一直在中国社会科学院金融研究所从事研究工作，主要研究方向是股票市场。这些工作阅历对笔者分析和判断股票市场的趋势都十分有益，有鉴于此，有些朋友建议笔者把分析股市的文章编辑出版。抱着尝试的态度，笔者希望把自己的经验和看法，尤其是关于股市分析的方法与读者分享。

一、全球股市的共同“规律”

股市的最重要规律就是没有规律。

正因为如此，股市才显示出其巨大的魅力。尽管如此，笔者在股市的研究中还是不经意发现股市的历史经常会重演的事实，例如，中国股市的两次牛市的高点对应的估值水平都是60多倍的市盈率：第一次持续时间达两年的牛市发生在1999—2001年间，上海综合指数从1050点起步，在2001年中达到最高点2245，当时对应的估值水平是60多倍市盈率；第二次牛市发生在2005—2007年间，上海综合指数从1000点上涨到6124点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当股价上涨到6000多点时对应的平均估值水平恰好也是60倍左右。为什么两次大牛市都止于60倍的估值水平？这是否可以称得上中国股市的规律？

再如，纵观全球100年来发生在不同国家的几次大牛市也有不少巧合之处。20世纪20年代，借助第一次世界大战中积累的“横财”（第一次世界大战主要战场在欧洲，欧洲的许多工业设施在战争中遭受重大冲击，很多物资需要从美国进口，美国经济迅速崛起），美国股市出现了所谓“沸腾的20年代”的大牛市，在这次牛市里美国股市的最大涨幅达到惊人的511%；20世纪80年代的日本上演了“泡沫经济”的一幕，从1985—1990年，土地价格与股价联袂上涨并相互促进，巧合的是，日本股市的最大涨幅也是511%。再回顾一下中国的股市，2005—2007年，股市从1000点起步，到2007年的最高点是6124点，最大涨幅也是511%。是巧合吗？为什么几次大的牛市的最大涨幅都是511%？

从实践的经验看，股价的波动（甚至在较长的时间内）在很大程度上受投资者情绪的影响，而心理学研究早已揭示人类的心理活动是有规律的，那么股市的运行也应该遵循一定的规律。上述几组数据不一定是“规律”，但一定是值得投资者牢记的几个重要数据。

二、股市的中国特色

当然，要研究中国股市的“规律”，就应该充分结合中国的国情，不能简单拷贝国外的东西。

从金融研究的视角看，国人往往把美国的金融市场作为我国的参照系，但中美两国的情况是有很大差异的。美国人崇尚“大市场、小政府”，而中国的现实情况却正好相反。按照美国的市场逻辑，经济基本面决定了上市公司的业绩，从而决定股市的运行方向，即股市与经济增长之间是正相关关系。通常我们说“股市是经济的晴雨表”就是这种逻辑的结果。按照这样的逻辑，在2009—2011年间，从全球资产配置的角度看，应该把更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的资金配置到中国的股票上来（事实上 QFII 就是如此做的），因为这几年全球主要经济体都处在危机之中，只有中国的经济增长速度“一枝独秀”，但股市运行的实际情况却是美国股市持续上涨，而中国股市持续下跌！

不仅如此，自中国股市诞生以来，股市运行的方向似乎总是与经济运行的方向相反，无论是 1996—1997 年的牛市，还是 1999—2001 年的股市上涨，都是在经济下滑的背景下出现的。2001—2005 年中国经济走势强劲，但股市却出现连续四年的大熊市。很显然，按照美国的逻辑来分析中国的股市是有很大问题的。问题的关键是，中国的现实情况是“大政府、小市场”，政府的力量往往成为主导。在经济不景气的背景下政府就会习惯性地放松货币政策与财政政策，同时，刺激股价上涨也往往成为政府刺激经济的政策工具之一。因此，在经济下滑的背景下，股价上涨是大概率事件。相反，当经济增长速度处在偏快的状态时，政府往往为了控制物价，会紧缩货币，股市必然受到打压。

具有戏剧性的是，中国的历任证监会主席中有两个学者型的人物，一个是刘鸿儒先生，另外一个是郭树清先生，他们都曾经表示“监管者的责任是维护市场的秩序，不应该干预股市的价格”，但股市的不断下跌却使他们都选择了“干预股价”。从刘鸿儒先生的回忆文章中可知，1994 年 7 月底，当上海综合指数跌到 300 多点时，上海市的一封来信送到了国务院，认为“股市进一步下跌会威胁社会稳定”，于是，有关领导向证监会批转了这封来信，证监会立即出台了“暂停新股发行融资、严格控制上市公司配股融资规模、采取措施扩大入市资金范围”等措施，即所谓的“三大救市政策”，使股价明显受到政策的干预。根据笔者的观察，高举“市场化”改革大旗的郭树清先生竟然在 2013 年初提出了“必要的时候政府必须干预股价”的观点，其缘由可能与当年的刘鸿儒教授出台“三大救市政策”类似。2012 年下半年，尤其是十八大之后，股市持续下跌，使得郭树清一定面临着刘鸿儒教授当年一样的压力，结果是 2012 年底股市迅速拉起。2013 年 3 月 17 日全国人民代表大会闭幕的当天，郭树清即离开中国证监会主席的岗位。显然，市场化的改革思路遭遇了重大转折。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断的政策救市给市场传递了一个重要信号，“政策市”的胎记由此形成。政府干预股价是中国股市的基本特征之一。股市投资者必须理解政府干预股价的内在逻辑，否则，无法理解中国股市的波动。在本书中，笔者在多处涉及该话题，这些都是实践操作的经验总结。

三、制度变革与股市行情

研究和分析中国股市，不能不提制度变革。中国股市是改革开放的产物，如同其他领域的改革开放一样，股市的制度变革一直处在不断完善状态。股市建立之初，意识形态的矛盾十分突出，在传统的马克思主义理论中，股票市场被打上了“资本主义”的标签，如何撕掉这个标签曾经让国内的理论家们煞费苦心，作为一个折中的方案，让国有股和法人股不能流通，以此来确保中国股市的“社会主义性质”不变。这样的状态一直持续到2005年。在股市诞生15年之后，意识形态的障碍已经不存在，让不能流通的股票获得流通的权利成为制度变革的一个重要目标，这就是所谓的“股权分置改革”的由来。这项改革深刻改变了中国股市的格局，由于之前非流通股的大股东和小股东（即所谓的“大非”和“小非”）获得流通权利之后不断减持股票，使得股市估值水平不断下降。这项改革已经基本完成，但其影响和后果仍然持续。头痛的问题就是所谓的“大非”和“小非”的不断减持现象。在“大非”和“小非”的轮番减持下，股价不断下移，投资者损失惨重。从估值的角度看，中国内地的A股市场一直处在高估的状态，随着股权分置改革的实施，股价高估的条件已经不存在，因此，股价的下跌实际上是估值合理回归的结果。2008年以来的股市，之所以节节败退，让投资者倍感失望，很大程度上与股市的重新估值有关，这是一个痛苦的过程，但也是孕育新的希望的过程。

笔者所作的有关股市制度变革与市场估值的分析，不仅为了指导市场投资，更重要的是为了还原股市的历史。不理解股市制度变革的过程，也就无法对股市的很多现象进行客观的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市制度变革的另一重头戏是新股发行制度改革。历任证监会主席都在这项改革中付出过自己的心血和努力，但目前看来收效甚微。第六任证监会主席郭树清从2011年底上任之初就开始推进这项改革，而且力度空前。但股价的不断下跌使改革者面临巨大阻力。

改革为何导致股市下跌？这是中国股市的特点决定的，中国股市存在严重的结构扭曲现象，大量垃圾股股价严重偏高。为了维持这样的局面，监管机关必须控制新股发行的节奏和数量，使得每家上市公司的“壳”获得溢价。如果放开新股发行的管制并推进退市制度改革，则这个溢价就立即消失，股价必然下跌。我大约计算了一下，如果按照市场化的路径走下去，上海综合指数至少会跌到1500点。这是难以被市场接受的，因此，郭树清也注定成为历史上任期最短的证监会主席。

所有这些关于中国股市的认识，都散布在全书的各个章节，其中一定存在不少谬误，欢迎广大读者批评指正。

尹中立

2013年3月23日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导章

如何看 2012 年底的股市井喷

2012 年股市跌破 2000 点并不出乎笔者的预料，早在 2011 年 5 月底，笔者写了《5.23 股市大跌的技术分析和基本面分析》，认为：2009 年后，股市运行出典型大三角形形态在 2011 年 5 月底开始出现破位，从历史上看，这个形态与 1992—1995 年类似。1993 年之后的宏观经济走势及股市运行轨迹十分值得当前的投资者镜鉴，投资者需要警惕新的“大熊”重新光临。2011 及 2012 年的股票市场运行应验了笔者的判断。

但 2012 年 12 月的迅速反弹有些出乎我的预料，但仔细思量好像又似曾相识。这次股市反弹力度很强，短短的二十几个交易日指数就涨了 20%。截止到春节前，上证综合指数共计上涨了 500 多点，而且没有回调，打破了这三年来股市反弹不过 200 点的“魔咒”。这些特征似乎说明股市的这次上涨与市场的正常反弹有很大差异。

笔者试图用老办法，从历史中寻找答案。

一、2012 年 12 月的股市上涨与 1994 年 8 月相似

我们先看看 1994 年前后股市与经济基本面上发生的事情。1992 年信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷与投资井喷之后，股市出现飙升，但很快出现了严重的通货膨胀，接着是1993年6月开始了宏观调控，随着货币政策紧缩，股市从1500点跌到1993年底的800点附近。经过一年多的紧缩后，很多政府工程还没有完工就失去信贷资金的支持，至1994年，市场资金空前紧张，高利贷现象出现，按照现在的语言来说，影子银行开始迅速膨胀，市场利率高启，当时银行的协议存款利率可以高达25%左右。当无风险收益率如此之高时，股市的估值水平一定很低，股市出现快速下跌就难免了，1994年前7个月，股市从800点迅速滑落到333点。从1993年初的最高点算起，股市在一年多的时间里跌了80%，投资者经历了自有股市以来第一次大熊市，也是迄今为止下跌幅度最大的一次熊市。

1994年7月底，政府出台“三大救市政策”，主要内容是：一、暂停新股上市融资；二、严格控制上市公司配股融资规模；三、采取措施扩大入市资金范围。所谓“三大救市政策”其实是两个要点，一是控制资金需求，二是扩大资金供给。

在“三大救市政策”刺激下，股市从1994年8月1日开始出现井喷，仅用几个交易日，股指就涨到700多点（当时没有涨跌停板制度），涨幅近100%。在该点位稍作整理，随后指数又涨了一倍。

1994年为什么要救市？现在的情况与当时有什么相似的地方？

著名学者刘鸿儒教授当时为中国证监会主席，从他那时撰写的文章里可以看出，他本人并不赞成用政策救市，他认为政府不应该管市场的涨跌，政府的责任是创造一个“三公”的市场环境。当时的上海市委给中央写信，提出救市的呼吁，主要是担心股市下跌幅度过大威胁社会稳定，因此，中央准备救市。

经过近20年的洗礼后，投资者的心理承受能力应该比90年代有很大提高，但同时又出现了另外一个问题，20年前的投资者人数占城市总人口的比例可以忽略不计，而现在的投资者账户数量已经超过一亿，几乎可以代表中国中产以上的所有群体，股市投资者的作用已不可同日而语。在市场“跌跌不休”的情况下，新任的证监会主席肯定面临当时刘鸿儒教授同样的难题，尽管他不愿意干预市场的波动，但现实的选择让他不得不采取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措施救市。2012 年底，郭树清先生明确表示：政府在必要的时候必须干预股票市场的价格。这样的表述与他之前倡导的市场化改革与监管思路的确有了较大的出入，其中的缘由应该和当时刘鸿儒教授当证监会主席面临的情况类似。

从经济基本面的变动情况看，2009 年的信贷扩张与投资膨胀和 1992 年如出一辙，这也注定了 2009 年后的政策变动和股市运行将基本重复 1992 年后的走势。不同的只是经济总量及股市的体量都已经扩大了很多倍而已。这就是笔者把当前的股市运行与 1992 年后的走势反复进行比较的逻辑所在。

从政策动向看，2012 年 11 月新股发行上市的数量开始大幅度减少，中共十八大后，新股完全停止发行，上市公司的再融资也基本上停止。同时，迅速扩大 QFII 的额度，放开商业银行、保险公司、私募机构发行公募基金的准入条件，积极促成养老基金入市等，这些几乎都是 1994 年“三大救市政策”的翻版！

上述分析可以简要地勾画出 1992 年后及 2009 年后的宏观经济政策变动与股市运行的逻辑线索：首先，信贷投资扩张导致股市大幅度上涨；其次，经济过热，信贷与货币开始收缩，股市开始步入熊市；再次，经济减速，影子银行快速膨胀，民间资金链出现断裂迹象，股市出现加速下跌；结局是政府出台措施拯救股市。

简言之，2012 年 12 月股市的上涨是政府采取措施救市的结果。

二、似乎又看到“5·19 行情”的影子

观察股市可以从不同的角度，前面是从经济基本面来分析股票市场的运行特征及政府干预股市的逻辑。下面从政治周期与股市周期的关系视角再作一些分析。

股市不仅反映经济，更反映政策动向，而政策又与政治紧密联系，投资者都明白“政策市”的道理，甚至有学者早已经勾画了中国股市波动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期与政策周期、经济周期的关系。[①]

笔者需要补充的是，因为中国的“大政治周期”（主要是指党与政府领导人的更替）大约是每10年一次，这决定了中国股市可能存在10年一个轮回的规律。

中国的政治领导人的交接班制度从1998年开始正式启动，我们可以简要回顾一下1998年以来的两个“大政治周期”里股市的表现。

要分析这个问题，要从著名的“5·19行情”说起。

1997年邓小平逝世，中国正式进入后权威时代，政治领导人的交接班开始制度化。1998年朱镕基当选总理，开启了政府领导人制度化交接的先河。当时的新任总理面临严峻的国内外环境，从当时的国际形势看，亚洲金融危机刚刚过去，中国虽然免遭危机洗礼，但离“危墙”不远。从国际资本流动的大趋势看，当时美国经济如日中天，美国的新经济吸引全球资本，使中国陷入了通货紧缩的状态。从国内看，当时的国有企业有大量的下岗职工需要安置（仅上海市就有300万人），但新总理在上任之始就立下军令状，要“三年让国有企业摆脱困境”。因此，如何给经济注入新的动力成为新任总理的最紧要任务。

按照笔者的观察，朱总理主要用了三招来刺激经济和化解矛盾，一是启动房地产市场，方法是进行住房制度改革，第二个措施就是实施积极的财政政策，迅速增加投资了一批高速公路等基础设施项目；另外一招就是刺激股市。事后看，启动房地产市场在短期内并没有见效，但2000年后其效果不断发酵。股市见效很快，但其副作用相当明显。有关房地产市场的分析暂时不表，主要谈谈当时的股市。

就在中国面临诸多困难之时，美国经济的欣欣向荣使中国得到启示：美国经济之所以高速增长，是因为居民消费占比很高，而居民消费的资金很多是从股票市场的增值而来的。因此，刺激股市似乎是一个“一石二鸟”之举：只要股市活跃，不仅可以让大量国有企业上市融资，而且可以通过股市的“财富效益”来刺激消费——著名的“5·19行情”由此

① 参见中央财经大学贺强教授的一系列研究成果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引爆。

从股市本身看，当时几乎所有的证券公司都存在挪用客户保证金的行为。另外，全国信托业的清理整顿也进入攻坚阶段，涉及资金数量巨大。只有让股票市场上涨才能让这些潜在的风险一一化解。

“5·19行情”历时两年多，从1999年5月开始，启动时上证综合指数是1047点，于2001年6月达最高点2245点，上涨幅度超过100%。该行情是在经济下行的背景下，通过政府干预形成的典型“人造牛市”。当股市涨到2245点，股市的估值水平超过了60倍，股市出现了严重的泡沫，股市随后出现连续4年多的下跌就不奇怪了。

从“5·19行情”的背景可以看出一些可以称为规律性的东西：一个新的政府领导上任后，需要在经济改革上有所作为，而刺激股市是见效最迅速的工具（当然，货币政策也是迅速见效的政策工具）。按照这个逻辑，每当一个新的领导人上任，尤其是总书记和总理都进行换届时，股市就会重新得到重视，股市进入新的大循环。

2003年，中国进入新的政治大周期。但股市正在熊市中挣扎，因为2001年股市泡沫破灭后，股市的问题逐渐暴露，证券公司挪用客户保证金的问题不仅没有得到解决，而且挪用的金额进一步增加。这一次新的领导人开始倚重于房地产市场，使用的政策工具偏重货币信贷政策。时间进入2003年后，我国的信贷与投资进入高速扩张期，与2003年之前有显著的差异。这也进一步说明中国的宏观经济决策的确存在“因人而异”的现象。

尽管2003年中国股市仍然处在熊市途中，但新政府依然对该市场寄予厚望，给商业银行补充资本金是重任之一。为了完成这些历史使命，监管机构首先对证券公司进行重整，让市场对证券公司进行注资，积极培育基金投资者，壮大股票市场机构投资者的实力；同时，采纳来自市场的建议，启动股权分置改革，让非流通股股东直接送股份给流通股股东，增加股市的吸引力；在对股市进行改造的同时，对商业银行的改造也积极推进，剥离坏账、财政注资、引进战略投资者等工作相继展开；汇率改革让全球金融资本纷纷涌入中国市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过这一系列准备后，到2006年年初股市逐渐开始高涨，2007年进入巅峰。这次股市周期创造了很多纪录，不仅涨幅最大，而且市值扩张速度前所未有，基金规模从2005年的不足5000亿迅速增加到了2007年的2万多亿，投资者数量的增长也世所罕见。

前面的两次大政治周期都出现了大牛市，尤其是“5·19行情”，是在经济不景气的背景下启动了一轮大牛市，这堪称中国特色。

2012年11月，随着中共十八大的闭幕，新的一轮政治周期已经开启，这让很多投资者对股市充满期待，12月份的股市超预期上涨应该与此有关。从实用主义的思路出发，笔者认为新的一届政府必将倚重资本市场（包括股市和债市），理由如下：

首先，从资产负债表的角度看，2009年以来我国企业负债率（尤其是国有控股的企业）迅速增长，至2011年年底企业负债率已经超出GDP的110%，超过了欧美发达国家公认的90%的警戒线。在这样的状况下，政府如果要继续通过增加信贷的方式刺激投资扩张已经很困难，因为企业继续增加金融杠杆的能力已经十分有限，勉强为之则会影响商业银行的资产质量，不利于经济与金融的稳定运行。搞活股票市场就可以有效化解这样的矛盾，不仅可以扩大企业融资的渠道，而且可以改善企业的财务状况，有效降低企业的负债率。从这个意义上看，无论多么强调股票市场的作用都不过分。

其次，从转变经济增长方式及经济结构调整的视角看，中国未来要避免“中等收入陷阱”就必须“以扶植技术创新、完善和大力发展资本市场并促使技术创新与资本市场相结合等手段来避开技术陷阱”①。

再者，从经济增长的动力看，过去的十年里，房地产市场是当之无愧的“火车头”，但经过十余年的价格上涨，高房价已经成为老百姓难以承受之重，继续高举高打的空间已经十分有限，刺激居民的消费需求成为当务之急，股市的活跃可以在一定程度上实现这个目标。现在的股市投资账户数量已经超过一亿，投资者人数至少有5000万以上，涉及城市大多数家

① 参见《经济学动态》2012年12期，厉以宁教授文章《论“中等收入陷阱”》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庭，股市的价格涨跌对消费市场的影响是不可忽视的。

这些观点代表着现阶段主流经济学家的看法，对决策者应该有一定的影响。

三、股市能涨多高?

从前面的分析中，我们可以看出，2010 年以来的经济基本面及股市的走势与 1993—1994 年类似，当前的股市反弹和 1994 年 8 月份的“三大救市政策”公布后的股市井喷行情相似。如果是这样的话，那么这轮股市的上涨就是一个短期的行情，快速上涨一段时间以后股市会重新步入熊市。

而从政治周期看，结论似乎要乐观得多。

究竟属于什么性质的行情？也许只有未来才能告诉我们。

2013 年股市的风险与机会

2012 年 12 月初，上证综合指数最低见 1949 点，当日收于 2000 点之下，创 46 个月新低。股市为什么跌跌不休？这一轮股市下跌有什么特点？投资者应该如何应对?

一、2012 年股市的运行特征及其原因分析

为了更全面地把握当前股市的特征，我们有必要对 2012 年前 11 个月的股市运行进行简单回顾。

2012 年前 5 个月股价以反弹为主，上证综合指数从年初的 2100 点上涨到 5 月初的近 2500 点，最大涨幅近 20%。5 月份之后，市场总体上呈现下跌走势，不仅将年初的涨幅全部抵消，股指还创三年新低。为了分析问题的方便，我们把 2012 年的股市运行以 4 月份为界限分为前后两个阶段来考察。

第一阶段（2012 年前三个月）的市场特征是股价持续反弹，市场趋于活跃。2012 年年初的市场活跃得益于以下三个因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其一，缘于2011年第三季度和第四季度股价的快速下跌。2009年股市在积极财政政策和适度宽松货币政策的刺激下，上证综合指数最高涨到3478点，随后市场持续调整，到2011年年底，股指跌到了2100点，跌了1300余点，跌幅超过1/3。在股市博弈中，投资者一般认为在强势市场中股价调整不会超过1/3。因此，股价已经见底成为市场在2012年初的基本共识，股价反弹随之展开。

其二，一系列的股市改革措施的出台鼓舞了市场信心。2011年10月份，证监会主席出现人事更替，郭树清出任新一届证监会主席。从2011年年底开始，新股发行制度改革、完善退市制度、完善上市公司分红制度、新三板市场的建立等诸多改革措施相继推出，这些改革措施有利于保护投资者利益，获得了市场的认同，甚至有人在讨论“改革红利”的话题。

其三，从估值的角度看，当股票指数跌到2100点附近时，估值水平已经创历史新低，以沪深300为主的蓝筹股的平均估值水平跌到了10倍左右，银行股的平均估值跌了6倍左右。股价没有创历史新低，但估值水平已经创历史最低水平，其中隐含的前提条件是上市公司的盈利持续增长。从上市公司的业绩看，2009—2011年，上市公司的整体业绩高速增长，尤其是商业银行的业绩增长十分出色，年度增长速度都在20%以上。如果上市公司的业绩保持这样的高速增长，股价的下跌应该是没有空间的，股价的上升必然成为趋势。

第二阶段（2012年3月中旬之后）的股市运行以下跌为主，上证综合指数从3月中旬的2400点附近下跌到11月底的2000点，跌幅近20%。尤其是周期类蓝筹股的跌幅较大。

这一阶段的股市下跌与宏观经济增长速度下滑直接相关。随着第一季度上市公司的业绩报告出台，投资者越来越明显地感受到上市公司业绩下滑的压力，半年报的统计数据更加剧了投资者对上市公司业绩恶化的担忧。从统计数据看，除银行业之外的上市公司业绩在2012年上半年出现明显下滑，净利润同比下降了15.64%，第二季度比第一季度环比出现6.96%的降幅（表1），非银行类上市公司的净资产收益率大幅度下降近1/3。尽管银行类上市公司的业绩依然保持18.25%的增长，但投资者对银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行在经济下滑背景下的不良资产的上升开始担忧，使银行类股票的估值水平进一步降低。

表1 2012年前两个季度上市公司盈利变动情况（剔除新公司）

	净资产收益率变动		净资产收益率		净利润	
	同比（%）	环比（%）	一季度（%）	二季度（%）	同比（%）	环比（%）
非银行业	-26.38	-12.49	2.35	2.55	-15.64	-6.96
银行业	-1.49	20.28	5.90	5.70	18.25	31.72
所有上市公司	-14.28	2.87	3.52	3.60	-0.28	10.43

数据来源：Wind资讯

从经济运行的逻辑看，导致2012年上市公司盈利增长出现困境的最主要问题是产能过剩，尤其是重化工业（包括钢铁、水泥建材、机械、化工、煤炭等行业）的产能过剩尤为严重。当前的产能过剩问题存在需求方面的原因，也存在供给方面的原因。从需求看，房地产投资增长速度从2011年9月份之后快速下滑，房地产投资增长速度从2011年第三季度的30%以上下滑到今年上半年的16.6%。更需要关注的是，1—9月份的房屋新开工面积135014万平方米，同比下降8.6%，降幅比1—8月份扩大1.8个百分点；其中，住宅新开工面积99668万平方米，下降12.9%。新开工房地产投资面积的增长速度从30%的高位快速下滑到2012年的负增长，使得房地产业对钢铁、水泥建材等行业的新增需求迅速放缓。在国内需求放缓的同时，进出口增长也放缓。

在国内外需求增长放缓的同时，供给却因为2009年的投资扩张而出现快速释放，产能过剩问题日益凸显。

鉴于对经济前景的担忧，强周期类行业的股票步入了深度调整。统计显示，截至2012年9月末沪深两市有87只股票价格跌破净资产，与年初时2132点的所谓“钻石底”相比，破净股数量增加了超过七成。从行业分布来看，87只破净股分布于14个一级行业，其中数量最多的3个行业是交通运输、黑色金属和房地产，分别有19只、16只和11只。上市公司市值低于净资产，说明投资者对于企业资产回报的前景极为悲观，而破净股集中出现在某个行业，则说明该行业整体被投资者看淡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在强周期类行业中，钢铁股是比较典型的例子，几乎全部大型钢铁上市公司股价都处于破净状态，而他们当中的大多数净利润为亏损，当资产不能够带来回报时，其市值低于净资产就很合理了。截至2012年9月底，鞍钢股份、华菱钢铁和安阳钢铁的市净率分别为0.51、0.54和0.55，为市场中市净率最低的股票。

值得关注的还有银行类股票。截至三季度末，有9只银行股股价低于其净资产值，占到全部上市银行股的六成以上。与钢铁、交运等不同的是，银行股破净的情况在A股历史上不曾出现，即便是2005年上证指数跌至998点或2008年上证指数跌至1664点时，也没有一只银行股跌破净资产。而更加令人费解的是，银行股目前的盈利能力为各行业之首。分析人士指出，银行股的大量破净，说明目前投资者的预期是未来上市银行不但会出现净利润增速下滑，而且会因为不良率的上升而出现亏损。从目前的情况看，对于银行资产质量的担忧仍然困扰着市场。

二、股市运行的未来展望：股价结构的调整将继续，小盘股的下跌风险大于蓝筹股

从最近两三年的股市运行特征看，中国股价结构的调整正在展开。2011年之前的20年时间里，我国股票市场的估值与定价体系存在明显的扭曲，主要表现为股票的估值水平高低与上市公司的流通股本大小存在反相关关系，即股本越小的股票估值水平就越高，而蓝筹股的股本较大，估值水平则较低。这与正常的估值体系存在很大差距。从正常的估值体系看，大盘蓝筹股因为抗风险能力强，公司经营模式和管理能力经受过较长时间的考验，在股票市场定价上应该比小公司股票享有更低的风险溢价。相对而言，小盘股的经营时间较短，公司的业务模式和管理能力还有待时间的检验，这样的公司不确定性大，其股价的估值水平相对于大盘蓝筹股必须有一定的折价。简言之，大盘蓝筹股的估值水平应该高于小盘股的估值水平。

考察香港市场及国外其他市场的情况，大致情况符合上述理论推导。在香港市场上，大盘蓝筹股的估值水平大约在市盈率10～15倍，而小市值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司估值都在市盈率 10 倍以下，有些创业板的股票估值不到 5 倍市盈率。

反观国内 A 股，股票估值水平与流通股本的大小呈高度的反相关关系，大盘蓝筹股的估值很低，流通股数量在 20 亿股以上的上市公司平均估值已经跌破 10 倍市盈率，流通股本在 10～20 亿的估值水平则在市盈率 20 倍左右的水平，而流通股本在 1 亿股以下的股票的估值水平仍然在 30 倍以上。

尽管截至 2012 年 9 月底，我国股票市场的估值与定价体系还存在严重扭曲，但随着股票市场全流通的实现及打击投机等各项制度建设的推进，我国股票市场的估值与定价体系已经开始向健康的方向转变。从 2010 年年底开始小盘股的估值水平出现快速下降，流通股本在 3 亿以下的股票平均估值从 60 倍市盈率迅速下降至 40 倍以下，而蓝筹股的估值水平回落比较缓慢。

导致股价出现结构性变化的直接因素是受限流通股（俗称大、小非）在获得流通资格后不断进行减持股票。从统计数据看，中小板和创业板市场的大小非减持力度远远大于主板市场（表 2）。

表 2　2012 年前三个季度大小非的减持情况（单位：亿元）

	一季度	二季度	三季度	合计
上海主板	72. 13	49. 91	46. 43	168. 47
深圳主板	24. 09	50. 66	10. 87	85. 62
中小板	65. 62	102. 96	63. 25	231. 83
创业板	14. 81	25. 80	27. 48	68. 09

数据来源：Wind 资讯

可以预期，在打击内幕交易、完善股票退市制度等制度的共同作用下，我国股票市场的估值与定价体系还将出现较大的变化。

三、2013 年股市展望

根据以往的股市运行经验看，影响股价波动的因素主要有两个方面，一是经济基本面的变化，该因素直接影响上市公司的盈利增长情况；二是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币环境是否宽松，如果货币供应量呈现增长的状态，会刺激股市上涨，反之，货币紧缩则股市下跌。

从经济基本面因素看，制约 2012 年上市公司盈利增长的因素在 2013 年依然不容乐观。根据前面的分析，出口增速放缓及国内房地产投资增速下降导致了产能严重过剩，这是 2012 年 4 月份之后股价不断下跌的重要原因。

展望 2013 年，出口增长将很难获得超预期的增长，世界主要经济体（包括美国、欧洲、日本）几乎都陷入了财政困境，在各国国内就业的压力下，贸易保护主义势必会有加强的趋势，中国的出口增长将难以出现前几年的高速增长。

在产能过剩的压力下，国内投资的增长也会受到压制。2012 年国内房地产投资的增长速度大约在 14% 左右，但新开工的项目同比减少约一成，意味着 2013 年的房地产投资难以出现高增长。基础设施投资和工业投资与房地产投资的关系密切，在房地产投资减速的背景下，总体的固定资产投资减速应该是必然的。

从投资的角度看，2013 年也应该有亮点。随着新一届国家领导人的产生，某些领域的投资扩张会加快，这些领域会出现比较好的投资机会。

从货币环境看，2013 年比 2012 年要宽松，总体上对股市有正面的刺激作用。在产能过剩的大背景下，物价低位运行的趋势不会改变，为货币政策的放松创造了有利条件。随着物价的走低，如果出现降息或降低存款准备金率的操作，对股市会有积极的刺激作用。

影响国内股市的因素除了看国内的货币政策外，还需要观察人民币汇率变动及由此导致的国际资本流动情况。根据我们的观察，每当人民币对美元出现一定程度的贬值，外汇占款就会出现减少，国内股市就会下跌。2013 年需要警惕的是欧元区风险加大，刺激美元强势，从而使得人民币重新出现贬值预期，这对国内的股市运行将产生不利影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

自序　破译股市的密码　001

导章

如何看 2012 年底的股市井喷　001
2013 年股市的风险与机会　007

上篇　中国股市脉动规律解析

第一章　看透非常规现象背后的逻辑　003
为什么股市表现与经济增长之间出现背离　003
为什么二级市场低迷而一级市场门庭若市　008
为什么股市行情随着楼市低迷而快速下跌　014
为什么 2012 年 B 股市场出现牛市？　017

第二章　看穿中国特色股市波动的方法　021
历史分析法：那些似曾相识的股市行情　021
结构分析法：投资者结构与经济结构的视角　031
行为及心理分析法：股价泡沫化的真正原因　037
类比分析法：H 股与 A 股的价格倒挂　048
统计分析法：从金融数据看熊牛交替规律　053

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 中国特色股市波动的国内因素 058

估值因素：股票估值体系正在发生巨变 058

利率因素：利率及存款准备金对股市的影响 061

汇率因素：人民币升值必然会刺激股票价格上涨 065

物价因素：影响 2011 年股市的主要因素是物价和汇率 072

民间信贷因素：民间高利贷与股市 076

宏观经济政策因素：宏观经济政策正在“去房地产化” 081

第四章 中国特色股市波动的国际因素 084

世界经济环境：欧美日经济增长疲软将刺激中国资产价格上涨 084

美国因素：美元走强与次贷危机 087

欧洲因素：后欧债危机时代的中国机遇 095

日本因素：日本地震撼动全球金融市场 103

第五章 越是牛市，越有风险 105

牛市回望：6124 点给我们的启示市 105

牛市特征：牛市如洪水，载舟亦覆舟 107

牛市阴云：警惕“资本海啸”征兆出现 113

牛市调整：银行股也难以成为救命稻草 115

第六章 当前熊市的真正机会在哪里 120

中国可能会陷入资产负债表型衰退 120

“政策红利”是扭转熊市的决定力量吗 128

“新型城市化”会直接带来投资机会吗 130

把握煤炭与电力行业的交替涨跌趋势 133

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下篇 谁在利用股市制度缺陷赚钱

第七章 股市机制，先天不足还是后天缺陷？ 139

新股发行：浙江世宝的离奇定价带来的思考 139

退市机制：为什么上市公司只“上”不“下” 148

分红制度：半强制分红制度的悖论 152

创业板：“三高”问题是如何炼成的 158

国际板：为何 A 股投资者谈之色变 163

B 股市场：华丽转身还是行将就木 166

柜台交易：运行五年就被关闭的教训何在 174

第八章 上市公司，天使还是魔鬼？ 179

“五粮液”暴露的中国上市公司三大软肋 179

股权分置改革能解决上市公司治理问题吗 182

美国股市重创与中国上市公司不规范行为 189

第九章 中介机构与机构投资者，值得信赖吗？ 192

保荐人责任：“绿大地”涉假给我们的警示 192

基金黑幕：“坐庄”模式似乎又卷土重来 199

第十章 资本市场前景，阴霾还是光明？ 202

资本新政面临严峻挑战 202

中国模式能否有效应对资产泡沫问题 205

“内部职工股”相关政策考量 213

中关村三板市场发展前景 215

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国股市脉动规律解析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　看透非常规现象背后的逻辑

为什么股市表现与经济增长之间出现背离

股市是经济的晴雨表，这是经济学和金融学的“公理”。所谓“公理”，是大家的一致看法，没有歧义，并且，可以通过这个“公理”来推导出其他的结论。但用这个公理来分析中国的股市和经济却出了问题：2011 年的中国经济及政府财政收入的增长速度都是雄冠全球，但股市跌幅却“熊霸全球”。2011 年中国的经济增长速度为 9.2%，在所有国家中名列前茅，但股市却表现很差，不仅比“灾难深重”的美国股市差，而且比岌岌可危的欧元区核心国家的股市表现差。

有人说，股市与经济之间的关系就像狗与主人的关系一样，主人沿着一条直线前进，而狗却来回折腾，主人走了一公里的路，而狗却走了三四公里，但他们一定同时到达终点。因此，以一年时间作为考察区间可能太短，我们以 10 年为区间考察，结果同样令人难以接受。中国经济在过去 10 年里，平均增长超过 9%，遥遥领先全球所有国家，但股市却“原地踏步”——十年零增长。期间，同属于金砖四国的其他三个国家的股市涨幅都在 200% 以上。

股市是经济的晴雨表这一“公理”在中国为何失灵？对该问题的回答，不仅涉及理论上的自圆其说的问题，而且关系到投资者对股市未来的判断，尤其是关系到长线投资者的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依笔者的观察，出现上述自相矛盾的现象，背后有很多值得我们研究的问题：我们的 GDP 与其他国家的 GDP 有什么不同？我们的股市与外国成熟的股市有什么不同？

一、中国股市存在“闲不住的手”的干预，股价长期扭曲

从股市本身看，我国的股市的确有自己的特点，“闲不住的手”对股票市场的价格干预太多，导致股价长期处在扭曲的状态。

股市之所以出现“失去的十年”，不是因为 2011 年的股价跌得太便宜了，而是十年前（2001 年）我们把股价炒得太高了！要说明 2001 年股价被人为炒高的事实，我们至少应该从 1996 年说起。股市在 1996—2001 年出现了两次趋势性的上涨行情，这两次趋势性的上涨行情都与人为的政策干预有关。

第一次发生在 1996—1997 年。1996 年和 1997 年股价出现了连续两年的大牛市，上证综合指数 1996 年最大涨幅达到 126%，深圳综合指数的最大涨幅达到 210%；1997 年，上证综合指数的最大涨幅达 65%、深圳综合指数的最大涨幅为 59%。需要说明的是，1996 年 12 月和 1997 年 5 月，中央政府出台了严厉的政策打压股市，否则，股市的涨幅会更疯狂。

股价上涨背后是深圳和上海两个城市为了争夺金融中心的地位而采取了不正常的竞争手段所致。根据有关历史资料的披露，两个城市主管金融的领导亲自指挥和协调“操纵股市”事宜，当时深圳的龙头是深圳发展银行股份有限公司（简称“深发展”），深发展是上市的第一家银行，由该银行给深圳的证券公司（主要是君安证券公司）融资，再由证券公司把深发展的股价炒上去。深发展的股价从 5.9 元启动，1997 年最高达到 49 元，其间还实施了 10 送 10 的分红，最大涨幅超过 15 倍！而上证市场的重点是“陆家嘴”和“四川长虹”两只股票，分别都有上海市政府指定的“庄家”。当然，与深圳一样，资金大都是从银行（后来处罚了上海的两家银行行长）融资来的。四川长虹在 1996 年初的股价为 7.5 元，1997 年 5 月份最高达到了 66.18，最大涨幅达到 780%，陆家嘴的最大涨幅为 460%。

两个城市比赛的结果当然是股价的大幅度上涨，平均股价上涨了 2 倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多。而当时正处在亚洲金融危机的前后，经济增长速度处在较低的状态，因此，出现了经济增长下滑而股市持续上涨的现象。这是股市与经济基本面的第一次背离，而且持续了两年多的时间。

同样，1999—2001 年轰轰烈烈的“5·19 行情”也是政府干预的结果。1997 年 5 月份之后，在政策打压下，股市出现了不断走低的状态，本来是股价的合理回归，但时至 1999 年 5 月份，政府却出台了一系列政策活跃股市。在一系列政策的刺激下，股市出现了井喷行情，在两个月时间里上证综合指数从 1050 点涨到了 1750 点，涨幅超过 60%。如果说 1996—1997 年的股市上涨是由地方政府发动的，那么，“5·19 行情”完全是由中央政府总体动员的。在股价不断上涨的同时，中国经济正在经历通货紧缩，于是，出现股市与经济基本面的第二次背离。

政府不断干预股价的结果就是股价的严重扭曲或泡沫。当上证综合指数在 2001 年上涨到 2245 点时，对应的估值水平是 60 多倍的市盈率。因此，2001—2005 年，在经济处在上升周期的背景下，股价出现了持续的下跌应该看作股价的去泡沫化的现象。如果把股市与经济的关系还比作狗与主人的关系的话，狗并没有摆脱主人，主要问题是主人经常指挥狗超前乱跑。

二、经济结构的扭曲妨碍了上市公司盈利的增长预期

经济增长本身出现某些不正常现象也是股市与经济之间的表现出现异常的重要原因。

过去十年，我们经济运行确实出现了某些异常表现。2000 年前，中国经济运行的最大问题是产能过剩，2000 年后困扰中国经济多时的产能过剩问题似乎迎刃而解。

从投资的角度看，2002 年以后实际投资速度明显加快。2002 年前的八年里，中国实际投资增长速度（扣除物价因素以后）平均为 12%，而 2002 年后的八年，实际投资增长速度为 23%，2002 年后的实际投资增长速度比 2002 年前高了近一倍。很多行业的产能扩张达到空前的程度，以钢铁行业为例，1998 年钢铁行业的产量达到 1 亿吨，2003 年的钢铁产量达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 亿吨，从 1 亿吨到 2 亿吨花了 5 年时间。但 2003 年后，钢铁行业在短短的 6 年时间里产量增加了 4 亿吨，2010 年的钢铁产量超过了 6 亿吨。其间，很多行业或产品的产量都迈上了世界第一的巅峰。

在产量迅速增长的同时，中国经济运行良好，企业效益同样良好，尤其是国有控股企业的业绩屡创历史新高，曾经陷入困境的大型国有控股企业一跃成为世界 500 强的明星企业。银行的效益当然更加优秀，中国的最大 5 家银行的股票市值都进入了世界前 10 名的行列。

总之，2002—2010 年，中国的投资出现高速扩张，而市场销售状况良好，产能过剩的痼疾似乎消失了。

在面对如此骄人成就的同时，我们必须明白，2002 年后中国经济究竟发生了什么变化?

依笔者之见，2002 年后的中国经济出现了两个新的变化。其一是中国加入全球化的浪潮，推动中国经济的工业化加速，使进出口快速增长；其二是房地产的快速扩张和城市基础设施投资快速推进。正是这两个因素的出现，使困扰中国经济的产能过剩问题得到有效解决。房地产市场为工业投资提供了巨大的市场空间。房地产投资从统计上看被列入“投资”，但房地产投资与工业投资有本质区别，工业投资会带来产品供给，而房地产投资不仅不会产生工业产品的供给，而且会产生巨大的工业品需求。

另外，房地产市场的繁荣为地方政府投资基础设施提供了资金和需求。根据有关统计，地方政府的基础设施投资资金来源中，10% 由当年的财政支出，30% 靠土地出让收入，60% 依靠银行信贷融资。银行之所以能够贷款给地方政府，主要是看重其未来的土地收入，土地演变成了地方政府融资的质押物。

房地产和基础设施投资的快速增长为重工业提供了巨大的市场需求。1990 年我国轻重工业的比重大体相当，各占 50%。从 1999 年开始，重工业呈现快速增长势头，工业增长再次形成以重工业为主导的格局。2002 年以后，重工业在工业增加值中的比重迅速上升，由 2002 年的 62.6% 上升为 2005 年的 69.0%，轻工业则从 2002 年的 37.4% 回落到 2005 年的 31.0%。轻重工业的比例差距明显拉大，重工业化趋势日益显著。重工业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的加速发展有两个重要的时点，即1999年与2002年，与房地产市场的繁荣完全对应，1998年住房制度改革以后，房地产市场开始从1999年加速，2002年后房地产投资及房地产价格出现跳跃性变化。

高度依靠投资拉动的经济增长方式严重影响到上市公司的盈利表现及股市的预期。主要表现在以下两个方面：

首先，在房地产市场及由此带动的基础设施高速发展的同时，中国的经济结构快速扭曲，消费占GDP的比重逐步下滑，十年下降了十多个百分点。因为随着土地价格的快速上涨，土地作为生产要素参与社会财富再分配的程度在加深，越来越多的居民财富通过房子转移到了政府和企业账户。根据笔者的计算，2001—2011年，因为土地价格上涨和住房价格上涨，有15万亿的财富从居民手中被“剥夺”。因此，居民的消费无法随着GDP的高速增长而增长，与居民消费直接相关的产业当然也相对逊色，拖累了股市的表现。

其次，在投资拉动下的重工业快速增长必然隐含着不可持续的预期。从上市公司的表现看，过去十年里，工程机械、钢铁、有色金属、房地产、商业银行等与投资直接相关产业的上市公司业绩都获得了优异的表现，但它们的估值水平却越来越低，这背后是投资者对这些行业可持续性的担忧。例如，商业银行的估值水平持续下降，至2012年年底，商业银行的平均估值水平已经降到6倍市盈率之下，投资者给商业银行超低的估值是担忧其坏账率的升高，担忧这种增长方式的不可持续。

从2012年的市场表现看，投资者的担忧已经部分变为了现实。在投资增长开始减速的影响下，很多行业出现了盈利迅速下滑的现象，钢铁行业出现了普遍的亏损，而钢铁行业上市公司的股价也普遍跌到了净资产之下。

简言之，我们的GDP主要是“砖头”加“钢筋”构成的，没有太多的技术含量，其中包含着高能耗和低效率，经济的高速增长是扭曲的增长，是不平衡的增长。在经济高速增长之下的股市估值越来越低的事实表明了投资者对这种经济增长方式的可持续性表示怀疑。

十八大之后，新一届中央领导人明确宣布要实现“没有水分的增长”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可见高层对我国经济结构存在的矛盾是十分清楚的。

三、简要的结论

总之，过去十年，无论是我们的股市还是我们的经济增长都处在“不正常”的状态。

股市的“不正常”主要表现在政府对股价的高度干预扭曲的股价，当扭曲了的股价出现回归时，难以反映经济基本面的变化。自 2012 年年初以来，中国证监会出台了一系列政策措施，如“新股发行制度改革”、“退市制度改革”等，其主要的作用在于矫正扭曲的股票市场价格体系，方向是完全正确的。但我们应该清醒地看到，由这些新政策实施而导致的股票结构调整，其股价大趋势应该下跌，而不是上涨。在股价回归到正常之前，股价与经济增长的背离现象可能还会发生。

经济的“不正常”主要表现为经济增长方式过度依赖投资的增长和房地产市场的繁荣，这种不可持续的增长影响了上市公司盈利的预期，导致市场估值水平的下降，与 GDP 的增长形成强烈反差。

这两个“不正常”放在一起，构成了不正常的关系。不是经济学的“公理”出了问题，而是我们的股市和经济运行出现了问题。

为什么二级市场低迷而一级市场门庭若市

2009 年 8 月至 2012 年年底，股市出现了罕见的连续三年的熊市。随着股市的不断下跌，很多问题和困惑被投资者提出来，如：中国股市为什么不是经济的晴雨表？中国股市到底有没有投资价值？再如，每当股价下跌，呼吁政府救市的声音不断出现，政府究竟是否应该救市？

还有一个有意思的现象是，二级市场投资者已经哀鸿遍野，而一级市场却有 800 多家公司在排队上市，可谓“一半是海水，一半是火焰”。

这些问题的核心都涉及股票价格。正因为股价的扭曲才导致了中国股市诸多的不正常现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、合理的股价应该是多少?

一般而言，投资者期望达到的股市回报应该等于市场的无风险回报(以长期国债收益率3.5%替代）加上风险溢价。无疑，无风险收益率是一个相对固定的数字，但风险溢价是一个不断变化的参数，当市场预期好转，人气旺盛时，投资的风险偏好上升，风险溢价就下降，但风险溢价再低也不会小于零。也就是说，即使忽略风险溢价，投资者的合理回报应该大于或等于3.5%。

根据国际市场的经验，新兴市场因为监管及公司治理水平都比较差，总体的风险溢价都应该高于发达国家的成熟资本市场，美国过去100年平均的风险溢价水平大约是3%。我们假设中国的风险溢价和美国接近，也是3%，则中国股市投资者能够得到的合理回报应该是3.5%+3%=6.5%。折换成市盈率是15倍，即中国股市合理的价格应该是15倍的市盈率水平。

需要注意的是，这里假设上市公司把所有的利润都分给了投资者，这显然不符合现实，实际情况是，上市公司的分红大约为其净利润的40%左右。考虑到这样的事实情况，只有当股票价格不高于10倍市盈率水平时，投资者才能得到6.5%的投资回报。

简言之，中国股票的合理价格是10倍市盈率水平。

二、我国股价严重扭曲

按照上述合理股价的标准，中国股票市场的价格从来没有达到过“合理”的价位。即使是2005年1000点和2008年的1600多点，股价也没有达到“合理”的水平，我国的股价一直处在“泡沫化”状态。

股价偏高的另外一个直接证据是同一家上市公司的A股价格持续高于H股价格。在2000年前后，很多公司的A股价格是H股价格的5倍，2001年以后A股价格不断下跌，出现四年大熊市，而H股价格不断上涨，至2005年时，有些公司的A股价格开始接近H股价格，但总体而言，A股价格还是比H股价格高。2007年以后，随着商业银行及保险公司股票在A股市场和H股市场同时上市，这两个市场的价差在缩小，而且股价出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了明显的分化：很多金融类公司的 H 股价格高于 A 股价格，但其他股本小、业绩差的公司 A 股价格还是比 H 股价格高很多。到目前为止，除金融类股票以外，A 股价格大约比 H 股价格高 50% 以上。

上述分析的结论是 A 股价格总体偏高，但总体状况往往掩盖了很多结构性的问题。将 A 股价格与 H 股及国际市场其他国家进行比较可知，A 股股价结构严重扭曲。如果按照股本大小将上市公司分为大盘蓝筹股和小盘股的话，大盘蓝筹股因为抗风险能力强，公司经营模式和管理能力经受过较长时间的考验，在股票市场定价上应该比小公司股票享有更低的风险溢价。相对而言，小盘股的经营时间较短，公司的业务模式和管理能力还有待时间的检验，这样的公司不确定性大，其股价的估值水平相对于大盘蓝筹股必须有一定的折价。简言之，大盘蓝筹股的估值水平应该高于小盘股的估值水平。考察香港市场及国外其他市场的情况，大致情况符合上述理论推导。在香港市场上，大盘蓝筹股的估值水平大约在市盈率 15 倍左右，而小市值的公司估值都在市盈率 10 倍以下，有些创业板的股票估值不到 5 倍市盈率。

反观国内 A 股，股票的估值水平与流通股本的大小呈高度的反相关关系，大盘蓝筹股的估值很低，银行股股价已经有一半跌破净资产值，流通股数量在 50 亿股以上的上市公司平均估值已经跌破 10 倍市盈率，而流通股本在 1 亿股以下的股票的估值仍然在 30 倍以上。

总之，我国股价严重扭曲，大盘蓝筹股股价相对合理，中小板和创业板及主板市场的很多绩差股、小盘股股价十分不合理。在这样的背景下，让养老金进入股市是有较大风险的，让养老金入市的动议遭到非议就不难理解了。

三、股价扭曲的不良后果

价格是市场的最重要信号，价格偏高或偏低都会导致资源的错配，降低市场的效率。股价严重扭曲，不仅扭曲了资本市场各参与主体的行为，而且恶化了宏观经济结构。

1. 股价扭曲对投资者行为和企业行为的影响

从微观看，不正常的价格一定导致不正常的投资者行为和不正常的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业行为。

从投资者行为看，股价过高，长期持有股票显然不可能获得合理的回报，于是，投机或操纵股价就是必然的选择。为了克服投机气氛过重的问题，1998 年后，监管部门提出以发展证券投资基金的方式来发展机构投资者，希望通过发展机构投资者来倡导理性投资和价值投资。因为从国际市场的经验看，机构投资者倾向于长线投资，可以降低市场的投机气氛。但我国的机构投资者的投机色彩似乎并不亚于散户投资者，从股票型基金的年度换手率就可以看出来，很多股票型基金的年度换手率高于整个市场的换手率。为什么如此？因为股价过高，长期持有股票不会得到合理的回报，只有通过市场的博弈才能在市场里胜出。

因为不适合长线投资，在经过多年的市场博弈后，投资者逐渐形成了趋势投资的习惯：当市场上升的趋势形成后，投资者就会不断加入其中，导致股价上升趋势不断被强化；反之，当市场价格形成了下跌趋势后，投资者都会选择回避，交易愈加清淡，形成恶性循环。当越来越多的投资者（包括机构投资者）选择趋势投资时，股市的波动必然越来越剧烈。

当股价形成下跌趋势后，投资者会习惯性地观察监管者的“脸色”，通过观察政策的风向来判断市场的底部，形成“政策市”的传统。股价下跌幅越大，市场舆论对“政策”干预市场的期望值就越高。

2009 年上半年，受适度宽松的货币政策刺激，股价出现大幅飚升，而进入 2009 年下半年，当物价开始回升，宽松货币政策退出的预期逐渐增加，尤其是 2010 年货币政策重新回归“稳健”之后，股价出现逆转。加上投资减速导致周期性行业的上市公司盈利预期恶化，越来越多的产业资本选择减持股票，市场的信心逐步丧失，形成下跌趋势。于是，出现了中国经济一枝独秀，而中国股市“熊”霸全球的巨大反差。

扭曲股价当然会使企业的行为也扭曲。股价过高对融资者来说是以低廉的价格获得资金，必然会刺激企业通过发行股票融资的冲动。上市融资本来是一件平常的事情，但在中国它具有特殊意义，上市成功不仅意味着企业得到了大量廉价资金，而且意味着发起人股东的财富迅速膨胀。因此，我们看到一个十分奇特的景观：一方面是二级市场的弱不禁风，股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断下跌；另外一方面是一级市场的门庭若市，截至2012年12月底，有830多家公司在排队上市。

在成熟市场，经常看到的现象是，当二级市场低迷时，发行人认为股价偏低，选择取消或延缓股票发行。我国也有IPO暂停的现象，但主要是政府为救市而采取的措施，没有一家公司因为股价偏低而主动选择放弃发行新股的，这也是股价一直偏高的直接证据。

当然，股价过高还可以给PE投资者带来丰厚的投资回报，一个成功的PE案例，少则可以得到十倍以上的回报，多则可以获得数十倍的收益。有“租金”的地方就一定存在寻租的行为。上市可以让发行人获得如此高的收益，当然就会吸引各种寻租势力的介入，无论是PE环节，还是发行审批过程，各种腐败行为均难以避免。有人说“股票市场是一个分赃的游戏”是不无道理的。

过高的股价也让监管者陷入两难选择：如果要维护过高的股价，就必须控制发行的节奏和数量，但股价一直过高显然不利于二级市场的投资者；如果放弃对一级市场的控制，坚持新股发行制度改革的“市场化”方向，从长期看有利于二级市场投资者，但短期会对二级市场造成冲击，导致股价下跌。

显然，前任证监会主席郭树清的“资本新政”就陷入了此类困境。

2. 扭曲股价对宏观经济的影响

从宏观的视角看，股价过高对中国经济结构的影响同样不可低估。股价偏高的本质是投资者拿钱“补贴”了上市公司和上市公司的发起人股东，这个过程其实是一个财富再分配的过程。从登记公司的数据看，85%以上的股票投资者的资金量都在10万元以下，这些投资者的资金规模较小，收入水平处在社会中等偏上的位置，他们的消费倾向比较高。但这些投资者60%以上是亏损的（见《证券市场导报》2012年第7期），他们的“钱”一部分进了上市公司发起人股东的口袋，一部分进了机构投资者的账户。这样的结果使整个社会收入分配状况恶化，人数众多的“穷人”（即散户投资者）把自己的“钱”拿出来补贴了“有钱人”（即上市公司发起人股东），导致总需求减少，因为“钱”从边际消费倾向高的人群流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向了边际消费倾向低的人群。

股价偏高阻碍了储蓄转化为资本的速度。前面已经分析过，监管层为了维护高股价，就必须控制新股上市的速度和节奏，每当股价下跌，市场舆论对上市公司融资“圈钱”的指责一定会不绝于耳。资本市场无法有效发挥资源配置的功能，很多居民苦于没有投资渠道，而很多企业没有融资的渠道，高股价成为横亘在投资者与企业之间的“堰塞湖”。

股价偏高还会妨碍公司之间的收购兼并，影响要素在企业间的流动和组合，不利于社会生产力的提高。

四、如何让股价回归正常

必须让股价回归到合理的价位才能让股票市场发挥其正常的功能，否则，股票市场就像一枚定时炸弹 成为社会及金融的不稳定因素。

要让股价回归正常，就应该清楚导致股价扭曲的原因是什么。笔者认为，至少应该从规范政府行为、规范投资者行为及强化司法独立三个方面入手：

第一，规范政府行为。我国出现股价扭曲的主要原因之一是政府经常干预股市，如 1999 年 5 月，通过发表《人民日报》社论来刺激股价上涨，于是，在经济下滑的背景下，出现了连续两年股价上涨的牛市。类似的例子出现很多次。

地方政府对上市公司的干预主要表现在借壳重组的行为上。地方政府不断将好的资产注入垃圾公司里，经常上演“乌鸡变凤凰”的游戏。垃圾股因为借壳重组会变成业绩优秀的公司，投资者在买股票的时候对上市公司的业绩就不再关注，甚至出现专门投资垃圾股的投资者群体。

经常的、不当的行政干预扭曲了股票市场的风险溢价，使股价结构扭曲。因此，正确的对策是让“闲不住的手”离开股市。对中央政府而言，不要再重复进行“救市”的行为，对地方政府而言，应该放弃对资产重组的干预。

第二，通过调整投资者结构，规范投资者行为。中国股市的一大特色是散户投资者众多，散户的投资行为容易出现盲从，喜欢跟风，以散户为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主的市场结构容易出现问题。因此，发展机构投资者应该是正确的选择。但在中国的市场环境里，市场对机构投资者缺少有效的监督，各种“黑幕”层出不穷，投资者对基金信任已经跌到冰点。只有在强化对基金的监管的前提下，才能有效发展机构投资者，让机构投资者成为市场的主流。

第三，司法独立很重要。股票市场的本质是一种信用交易，必须有公平的司法环境才能保障这个市场健康持续地运行。从中国股票市场的实践看，投资者与上市公司往往分布在不同的地域，当出现上市公司违规的情况，投资者要通过司法途径讨回公道相当困难，上市公司所在地的司法机关在受理案件的过程中往往表现出明显的地方保护情节。

因此，有人建议设置跨区域的证券司法法庭是有道理的。

为什么股市行情随着楼市低迷而快速下跌

2011 年第一季度，股市出现了 20% 的反弹，维护股市投资者信心的最重要因素是住房限购政策。市场一致认为，对住房的限制政策将分流资金到股市。但随后的市场走势与投资者的预期大相径庭，随着楼市交易量的下跌，股市不仅没有上涨，而且出现了快速下跌（尤其是 2011 年第四季度）。

如何看待股市与楼市的关系成为投资者必须面对的问题。

一、股市与楼市密切相关

股市与楼市关系密切，其一是因为它们是当今中国老百姓最主要的投资场所，其二则因为这两个市场之间可以相互影响。为了说明楼市与股市之间相互影响的关系，我们可以列举国内外大量的案例，我们以 20 世纪 80 年代日本为例来简单说明。

在 1985—1990 年日本泡沫经济阶段，股价与房地产价格相互促进。当时日本的房地产价格快速上升，不仅房地产开发企业因此获得超额盈利，而且使大量投资买楼的上市公司也因此获得大量账面盈利。银行及非银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融机构在房地产繁荣期也获得了大量赚钱机会，盈利增长迅速。当然，房地产价格的快速上升还导致房地产投资的快速上升，钢铁、水泥、工程机械等诸多行业也呈现一片繁荣盛景。

简言之，当房地产价格快速上升，所有行业的盈利都蒸蒸日上，股价当然也节节攀升。其间，东京都的土地价格上涨大约2倍，股价指数的最大涨幅达到500%多。

股价的上升对楼市的刺激作用也相当明显。股价上升可以使市场的乐观预期强化，刺激投资者买楼；股价上升可以使上市的房地产公司从股市里获得大量资金，进一步推高土地价格。

日本股价从1990年初开始崩盘，房地产价格则在一年后出现快速下跌的走势。

再回到中国的现实中来，2010年的股市价格波动与房地产调控政策及楼市走势息息相关。2010年4月17日国务院出台新一轮房地产调控政策，市场预期楼市将出现下行走势，相关的周期性行业都会受到影响，导致了股价破位下行。但一个季度之后，房地产市场的运行现实比市场预期的要好，使股市出现反弹。2010年9月底政府出台新的房地产调控措施时，市场解读为“利空出尽”，在金融市场流动性十分充裕的配合下，股市随即选择了向上突破，股市出现久违的大涨行情。随着楼市的反弹，政策的打压随之而来，2011年三四月，政府对楼市又进行新一轮打压，到9月之后房地产新开工面积的增长速度开始出现快速下跌，钢铁、水泥等行业的产能过剩日益凸显，股价开始快速下跌。

可见，历次房地产调控政策导致了股价运行的两次大的波动（尽管波动的方向不一样），股市的运行与房地产政策及房地产走势密切相关。

二、楼市资金是否会分流到股市?

2011年1月底，政府开始新一轮的房地产调控，核心内容是扩大“限购”的城市范围，2010年只有北京等少数城市出台了住房限购政策，但此次列入限购的城市超过30个，涵盖了所有的直辖市、省会城市和计划单列市。股票市场预期此政策会将楼市投资的资金挤到股市，有利于股市的上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨。2010 年 9 月底首次出台住房限购政策时，市场也出现类似的预期，并促使股市在 10 月和 11 月出现强有力的上涨行情，10 月居民储蓄存款减少 7003 亿元，当月约 11000 亿储蓄存款进入了股市，但 11 月之后楼市交易继续活跃，而股市则陷入调整，即楼市资金分流到股市的趋势没有持续下去。

2011 年扩大范围的住房限购政策能否促使楼市资金持续分流到股市?笔者的看法是否定的。原因如下:

第一，楼市一直在上升趋势中，而股市在熊市的趋势中。从时间段看，2005—2009 年的中国股市与楼市运行趋势基本保持一致，但 2009 年 8 月后，楼市保持坚挺，但股市却一直在下跌趋势中。从收益率的比较看，在过去的 10 年里，投资楼市的收益率远高于投资股市的收益率，股市投资者的平均年收益率是零（2001 年底至 2011 年底，上证综合指数没有上涨，如果减除期间投资者的交易费用，投资股市的利润应该为负），楼市投资者的平均收益率则超过 500%（平均房价上涨 200%，以首付三成计算），因此，楼市的吸引力肯定远远大于股市。

第二，没有楼市上升，则股市难以上涨。现在市场中人士将股市与楼市隔离开来分析问题，简单地认为楼市实行了限制购买政策，资金必然会流向股市，该推理存在一定缺陷。假如楼市资金真的开始撤出，则楼市价格泡沫将会破灭，该结果对股市的打击将是致命的。当楼市价格走低，房地产投资就会放慢，与楼市相关的各行各业的盈利都会受到严重影响，股市的预期将变得灰暗，资金将纷纷从股市撤出，还没有看到哪个国家的楼市价格下跌而股市价格上涨。

因此，对于股市投资者而言，不仅要看到楼市限购政策导致的资金分流作用，更要关注楼市泡沫可能会破灭导致的股灾，股市与楼市是有机的整体，不能分割开来看问题。在全球范围内，任何国家凡是产生了严重的房地产泡沫，都以泡沫破灭而告终，没有例外。2000 年以来的中国房地产市场是否产生了严重的房地产泡沫？还有许多争论，笔者认为，对股市或楼市而言，是否存在泡沫其实很好判断，只要看该资产价格是否持续走高即可，如果一个资产价格持续 10 年上涨一定产生了巨大的泡沫，无须用绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对指标或相对指标等来度量。中国楼市泡沫是当前乃至未来中国经济与金融的最大隐患，什么时候泡沫破灭我们现在无法知晓，但股市投资者对此需要高度关注。

现在政府通过行政手段来限售应该是正确的，是希望通过政府的手段来阻止泡沫的非理性扩张，但限售等行政手段应该不是刺破泡沫的因素，导致泡沫破灭的因素应该是来自市场。例如，物价大幅度上升后导致利率的大幅度上升，这是当前房地产市场面临的最危险因素；再如，国际资本因为某些因素突然从中国撤出，人民币汇率由升转贬，楼市会出现价格崩溃的压力。

为什么 2012 年 B 股市场出现牛市?

2012 年的中国股票市场总体是一个熊市，虽然 2012 年 12 月在银行股的带动下指数出现强烈回升，但 A 股指数总体上还是收了一个“十字星”，全年指数几乎没有上涨，而除银行和地产等少数板块外，很多股票的价格出现了腰斩，投资者亏损累累。

在 A 股市场总体弱势的背景下，B 股市场却出现了牛市，全年涨幅达 24%，不少 B 股年度涨幅超过 50%，与 A 股市场形成强烈反差。

一、自 2000 年之后，B 股市场一直处在被边缘化的状态

B 股市场设计之初的使命是为了筹集外汇资本，该使命在 2000 年以后已经完成。2000 年以后，尤其是 2003 年以后中国出现外汇盈余大量增加的状态，不再需要通过 B 股市场来筹集外汇资本。另外，国家为了扶持香港证券交易所，很多公司可以通过香港证券交易所发行股票，而香港市场的计价货币也是用港币。在这样的背景下 B 股市场不再发行新股，已经在 B 股上市的公司也不许通过发行 B 股融资，B 股市场面临重新定位。

在缺乏新鲜血液的情况下，B 股市场很少受到机构投资者关注（从制度上来说境内机构是不能投资 B 股市场的），而且散户也很少参与该市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 股交易十分清淡，流动性极差，大多数个股的年度换手率都不到 100%，有些股票的年度换手率甚至少于 50%。相对于 A 股市场平均 200% 以上的换手率有很大的差距。

流动性差使得 B 股市场的估值一直低于 A 股市场，截至 2012 年 4 月末期，B 股平均价格大约是 A 股的 50%。具体数据如下：

沪市有 54 家 B 股上市公司，其中 44 家同时有 A 股，其中 29 家公司的 B 股价格不足其 A 股价格的 1/2，有 9 家公司的 B 股价格不足其 A 股价格的 1/3。按照简单算术平均数计算，B 股价格是 A 股的 0.43 倍，深市有 B 股 53 只，同时拥有 A 股和 B 股的上市公司 42 家，其中，23 家公司的 B 股价格小于或等于 A 股价格的 1/2，按照简单算术平均数，深市的 B 股价格正好是 A 股的 1/2。

二、B 股市场的重新走强缘于改革的预期

上一任证监会主席郭树清自 2011 年底上任之后，以前所未有的勇气力推资本市场的改革，他的努力让投资者看到了 B 股市场的希望。2012 年 4 月中旬，郭树清一行到广东调研。从报道看，此行的目的主要有两点，一是宣传新的改革措施，二是就新的改革措施听取投资者建议。有这样一段报道特别令人关注："针对大家提出的资本市场服务'三农'、提高融资效率、推动整体上市、支持分拆上市、B 股公司发展等问题，证监会将认真研究提出解决措施。"

笔者当时曾撰写《B 股市场面临重大投资机遇》，认为："这是否意味着市场一直关注的 B 股市场的改革问题，可能在决策层那里有了腹稿，B 股的投资机会即将到来。"

随后，B 股市场出现了一些新的动向，打破了该市场沉寂已久的平静：有些 B 股类上市公司大股东增持股票（如陆家嘴）或上市公司回购股票（如长安汽车、鲁泰）、伊煤 B 到香港市场发行 H 股被批准，而深中集 B 成功转板到 H 股市场让投资者看到了更多的希望。

从市场表现看，B 股从 2012 年初开始就持续地强于 A 股。在 2012 年第一季度的市场反弹中，上证综合指数的最大涨幅只有 15%，沪深 300 指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的最大反弹高度是18%，而B股的最大涨幅达到了30%！

三、B股转为H股存在溢价现象

2012年12月19日，国内首单"B转H"中集集团B转H股正式登陆港交所，当天开盘报12.60港元，较转股前的B股价格9.70港元大涨近30%，收报11.22港元，较转股价仍上涨15.70%，出现明显的溢价现象。

为什么B股转板到H股市场会出现溢价现象？会溢价多少？这些都是市场高度关注的问题。笔者认为，之所以会出现转板溢价现象，主要因为估值体系的差异导致。

从现象来看，2005年之前，同一家上市公司的A股价格一直高于其H股价格，2005年以后，尤其是2007年以后，开始出现H股价格高于A股价格的现象。最近三年里，市值较大的银行、保险、煤炭、公路等行业的蓝筹股的估值水平H股较A股溢价幅度大约为10%~25%。之所以出现这样的差异，可能与以下两个因素有关：

一是人民币升值的预期。H股市场的投资者主要为境外投资者，对于这些投资者而言，它们购买的H股对应的是以人民币计价的资产，它们获得的收益除了公司账面的盈利外，还享受人民币升值的好处。而A股投资者就不存在这样的好处。从时间上看，人民币升值从2005年7月开始，该时点与H股对A股形成溢价的时点是一致的。

第二个因素是估值的参照系不同。2008年以后，欧美发达国家的基准利率都降到了接近于零的水平，长期国债的收益率也降到了1.5%的水平。而中国A股投资者的无风险收益率不仅没有下降，而且随着各种理财产品的大量发行反而有所上升，即使是国债的收益率也在4%左右。无风险收益率的差异导致了股票市场估值的差异。

从估值水平看，B股估值水平最低，A股居中，H股市场估值水平最高，B股市场的平均价格是A股的50%，而H股价格比A股高10%~25%。因此，从理论上来说，如果所有B股都成功转为H股的话，就存在一倍以上的溢价空间。

但需要指出的是，上述估值水平的比较仅限于蓝筹股，对于非蓝筹股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，H 股的估值水平要远低于 A 股或 B 股的水平。

在转板及其他有关 B 股改革的预期下，笔者估计 B 股市场的价格将出现上涨，越来越多的 B 股价格会超过对应的 A 股价格。

四、不是所有的公司都能成功转板到 H 股市场

从深中集 B 股成功转板以后，尤其是万科 B 股停牌后，市场已经敏感地感受到市场的巨大套利机会，业绩优秀的 B 股上市公司的股价出现大幅度上涨，如深市的“招商 B”、“粤电力 B”、“南玻 B”；沪市的“金桥 B”、“陆家 B”、“外高 B”等都出现快速上涨。

但值得关注的是，不是所有的 B 股都具备转板到 H 股市场条件的。内地企业去香港上市要符合中国证监会的“456”等一系列规定，即“净资产不少于 4 亿元，过去一年税后利润不少于 6000 万元，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于 5000 万美元”。

2012 年 12 月 20 日，证监会发布《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》，自 2013 年元旦起实施，同日废止“456”规定的一系列财务规定及对应的前置程序。使 B 股公司转板到 H 股更加方便。

尽管如此，拟转板公司首先要过财务关，港交所的《上市规则》规定，申请主板上市的公司必须有不少于三个财政年度的营业记录，且上市时市值不得少于 2 亿港元。与此同时，企业还必须通过有关的财务表现测试。此外，在公众持股方面，该《上市规则》要求，企业上市时公众持股占公司已发行股本的比例至少达到 25%，或以市值计达 5000 万港元，以较高者为准。《上市规则》还要求，流通股占公司已发行股本总额的百分比不得少于 15%；企业的拥有权和控制权至少需与最近一个财政年度大致维持不变，企业的主要管理层至少需在上市前 3 个财政年度维持不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 看穿中国特色股市波动的方法

历史分析法：那些似曾相识的股市行情

一、股市趋势分析与历史经验

笔者不太相信股市的技术分析方法，但股市大的趋势背后一定对应着基本面的因素，将历史上一些大的股市技术形态结合其背后的基本面因素作些分析，也许对我们分析判断股市的未来趋势有些帮助。

类似 2009 年 7 月至 2010 年 5 月的指数形态是典型的三角形头部形态。一般而言，大的头部形态是市场在较长时间经过反复博弈形成的，一旦被突破可能意味着一个新趋势的形成。我国股市的 20 年历史中出现过三次头部逐渐降低的调整形态，在这三次的趋势形成过程中，每一种情况都很有代表性，不妨一一作些分析。

1993 年之所以出现头部形态并向下突破，走了一个大熊市，最主要的原因是货币紧缩。股市在 1993 年开始下跌之前曾经走过一段短暂的牛市行情，时间是 1992 年年底至 1993 年年初，从 1992 年 11 月 17 日的 386 点开始，到 1993 年 2 月 16 日的 1558 点，只用了 3 个月时间，大盘涨幅高达 303%（需要补充说明的是，1992 年 5 月股市曾经有过短暂的上涨，与邓小平南方谈话同样有关系，1992 年 5 月 21 日沪市突然全面放开股价，大盘直接跳空高开在 1260.32 点，较前一天涨幅高达 104.27%。仅仅 3 天后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又登顶 1420 点。随后又大幅度下跌。这次涨跌主要由交易制度改变引起，可以忽略不计）。原因是 1992 年邓小平南方谈话之后，全国各地出现了大干快上的热潮，信贷与货币在几个月之内大幅度飙升。至 1993 年下半年，物价开始迅速上涨，1994 年的 CPI 上涨到了 20% 多，通货膨胀形势恶化。当时由朱镕基副总理挂帅进行宏观调控，主要手段是控制“两个闸门”（即土地与信贷），强力收缩信贷。

从统计数据看，货币与信贷从 1993 年下半年开始经过了三年多的时间才被压缩到正常的区间。这说明货币与信贷放出来容易，收回去是很难的。

在收缩信贷与货币的过程中必然伤及股市，这是自 1993 年起股市走了几年大熊市的最主要原因。其间，政府曾经有过一次救市的举措，时间是 1994 年 8 月，政府推出了“三大救市政策”。但这次股市上涨时间十分短暂。总体上是维持熊市格局，由头部形态底部的 1000 点左右持续下跌到 350 点。

这次熊市对中国股市有相当多的借鉴意义。2010 年的股市面临的货币政策环境与 1993 年有很多类似之处，基本趋势是货币紧缩。当然，2010 年宏观形势与 1993 年也有较大的差异，主要表现在以下两个方面：

一是物价上涨的压力没有 1993 年那么大。1993 年中国还处在短缺经济时代，货币增加直接表现在一般消费品的价格上涨上。而 2010 年的中国已经处在商品过剩的时代，货币增加并不一定表现为物价的上涨。因此，货币紧缩的迫切性不如 1993 年和 1994 年。当前的主要问题是房价的飙升，如果通过当前的方式（以行政手段为主）还不能阻止房价上涨的趋势的话，货币紧缩的力度势必加强，对股市来说就是更快的下跌。

二是金融环境也不一样。1993 年的中国仍然处在资金短缺的时代，表现为投资率大于储蓄率，利率水平很高，当时的一年期存款利率是 10.98%，而且有保值补贴。而 2010 年的中国金融现状是储蓄率大于投资率，资本已经过剩，利率水平很低。

但如果将物价与利率水平综合看，2010 年的中国与 1993 年的中国又有类似之处，实际利率都是为负。无论如何，1993 年后的股市基本面与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年的情况共同点是比较多的，1993 年后的股市运行趋势值得当前的投资者高度关注。

再说 1999 年的行情。在 1999 年 5 月之前长达 1 年多的时间里，股市走出了头部形态，但就在 5 月中旬，当指数面临向下突破之时，政府采取了一系列的手段托市，市场在一个多月的时间里从 1047 点上涨到 1756 点，随后经过调整之后一直涨到 2001 年的 2245 点，这就是著名的“5·19 行情”。当时之所以政府要托市，是为了摆脱内忧外患，内忧是“国有企业摆脱困境”，而外患是外交上的不利形势。当时有一种流行的观点认为，只要股市上涨，即可以让国有企业到市场去融资，让国有企业摆脱困境，而且股市上涨以后会产生“财富效应”，是一箭双雕之举。

为了实现这个“伟大的目标”，政府动用了一切可以动用的力量，包括《人民日报》社论，包括“贷款给证券公司买股票”，甚至包括“让证券公司挪用客户保证金买股票”，当然也包括纵容各种操纵市场的违法行为（银广夏财务造假事件、东方电子财务造假事件、基金黑幕等都是那个时代的产物），可谓无所不用其极。

正因为如此，让证券公司陷入了高杠杆的风险之中。当时的证券公司普遍采取挪用客户保证金或高息拆借资金的方式做庄炒股票，只要股价停止上涨，证券公司就会严重亏损，这就是典型的“资产负债表型衰退”（参见笔者 2009 年有关资产负债表型衰退的分析）。简单来说，所谓资产负债表型衰退是指一个国家或一个地区的企业或个人的资产总量缩水而负债没有减少而陷入经营困境的一种现象。当社会上一批企业或个人的资产负债表出现问题后，即使这些企业或个人生产活动正常，但其所得现金流必须首先用于偿还债务，无力扩大负债、扩大生产规模，市场会因此而失去扩张的动力。此时，无论中央银行如何降低利率，企业也无意扩大负债规模，货币政策会失效。这与经济学家凯恩斯所说的“流动性陷阱”现象类似。

资产负债表型衰退本是表述宏观经济的一种现象或状态的理论假说，笔者认为该理论假说用于分析股票市场与房地产市场同样有用。当股市投资者（尤其主力投资者）的资产负债表遭到破坏之后，市场就失去了吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增量资金的动力，必将陷入熊市。

2001—2005 年，证券公司是市场的主力，当这个主力普遍陷入了资产负债表困境时，股市的“资产负债表型衰退”必然出现，一直持续到 2005 年，当证券公司的资产负债表被修复之后（主要由政府出面补充资本，对南方证券等采取破产关闭的方式），市场才重新恢复了活力。

2001—2005 年是中国经济表现最强的 5 年，是经济学家描述的理想境界——典型的低通胀、高增长，而股市则走出了大熊市，这个教训是值得我们认真思考的。这个过程告诉我们，通过人为的方式刺激经济增长或刺激股市上涨是会留下后遗症的。尤其是通过信贷扩张来刺激经济或股市的做法极其危险，很容易出现“资产负债表型衰退”，当一批企业或个人一旦陷入资产负债表困境后，股市将长期陷入熊市，直到这些投资者的资产负债表恢复正常。

我们不清楚 2009 年的信贷井喷过程中到底有多少资金进入了股市和楼市。在 2009 年 8 月的股市大跌过程中，我们似乎看到了一些信贷资金仓皇出逃的痕迹，但人类贪婪的本性决定了一定还有不少信贷资金还留在股票市场上，这些资金将是未来股票市场的心腹大患。

在金融市场，最怕的是杠杆过大。用自己的资金买金融产品不会形成系统性的风险，如果将杠杆放得过大，一旦市场趋势扭转则系统风险爆发，美国的次贷危机的本质即如此。中国银监会主席曾经说过“你用资金的钱炒楼无所谓，你不要用银行的信贷资金去炒楼”，其用意正在于此。

股市的历史经验对当前股市有几点启示：

（1）现在及未来几年的股市面临的货币政策环境可能和 1993 年后的情况类似，应该是以紧缩为主要基调，因此，股市难以有好的表现。

（2）中国在不远的未来将面临房地产泡沫破灭的风险，很有可能再次陷入资产负债表型衰退。如果说 2001—2005 年只是证券公司陷入资产负债表型衰退的话，那么，这次房地产价格将要产生的下跌则涉及的面更广，不仅包括个人投资者、企业，还会包括地方政府。

（3）来自股市自身的一个巨大的挑战是全流通。2010 年还有几万亿市值的股票需要流通，尽管其中大部分不会真正流通，但需要套现的资金数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量不可忽视，尤其在股价走熊的时候，这些套现的资金往往成为压垮骆驼的最后一根稻草。

股市的未来永远是未知的，历史只能作为一个参考。

二、2011 年的股市行情与 1994 年相似

2011 年 5 月底，笔者撰文提示投资者“要警惕出现新的大熊市”。从市场运行情况看，笔者的警示不幸成为现实。在此，笔者需要再次提醒投资者，2011 年与 1994 年很相似，根据 1994 年的经验，2400～2300 点并非是市场的底部区域，市场很可能还会出现快速下跌的情况。

为什么说当前的市场背景与 1994 年相似？情况的来龙去脉要从 1992 年说起。

1992 年年底至 1993 年年初，股市出现了井喷行情。沪指从 1992 年 11 月 17 日的 386 点开始，到 1993 年 2 月 16 日的 1558 点，只用了 3 个月时间，大盘涨幅高达 303%。市场之所以出现大幅上涨，最重要的原因是信贷与投资的井喷。在小平同志南方谈话的刺激下，各地投资热情空前高涨，当年的信贷和投资增长都超过 30%，信贷与货币在几个月之内大幅飙升。2009 年的情况几乎是 1992 年的翻版，不同的只是导致信贷和投资扩张的缘由不一样而已。对股市的运行来说资金多了就会上涨，1992 年如此，2009 年亦然。不同是上涨的幅度不一样，1992 年涨了 3 倍，而 2009 年涨了 1 倍。其原因不言而喻，1992 年的中国股市还处在成长的初期，股市流通市值很小，而 2009 年的中国股市市值已经很庞大了。

上涨的缘由是一致的，下跌的道理也是相通的。从 1993 年 5 月开始，沪指从 1400 点高位开始下跌，其原因是物价出现快速上涨。鉴于当时的宏观经济状况，中央在 1993 年 6 月出台了 16 条措施进行宏观调控，主要手段是控制“两个闸门”（即土地与信贷），强力收缩信贷。信贷与货币收紧，股市当然开始下跌。

在紧缩货币的开始阶段，尽管股市出现了明显下跌，但并没有出现恐慌性下跌，股市在 1993 年 7 月至 1994 年 3 月中旬，上证综合指数一直在 800 点上方徘徊。真正给市场人气极大打击的是 1994 年 3 月中旬以后，指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数跌破 800 点，出现了快速下跌，在 3 月中旬至 7 月中旬的四个月时间里，指数从 800 点跌到 325 点，跌幅达 60%！

何以出现如此快速下跌？因为 1994 年出现了高达 20% 多的物价上涨，为了控制物价，政府对国债和储蓄实行保值贴补，一年期储蓄的收益率最高达 20% 多。而信贷紧缩导致的另外一个后果就是民间借贷的利率高企，笔者当时在深圳的一家信用社工作，客户存款超过 30% 的比比皆是。当存款利率或市场利率超过 20% 以后，股市的吸引力当然就没有了，一个简单的道理是，股市能得到 20% 的无风险收益率吗？

有人往往以股票估值水平低来说服自己，这是投资者最易犯错的地方。我们在分析股票估值的时候，千万不要忘了参照系，股票定价的参照系就是市场的无风险收益率，市场的无风险收益率越高则股市的估值水平越低。当我们看到蓝筹股只有 10 倍市盈率的时候，千万不要忘了当前的民间借贷市场利率已经超过 20% 这一事实。1994 年的四川长虹每股收益超过 2 元，而当时的股价不到 10 元，市盈率在 4 至 5 倍左右，其估值水平比现在的银行股还低。

正因为物价对货币政策的影响至关重要，因此，市场总在关注当前的物价走势。笔者认为，当前的物价应该不会出现类似 1994 年的恶性通胀，但物价上涨的压力将出现长期化的趋势，这一点需要特别关注。1997 年之前，中国一直处在短缺经济时代，因此，物价对信贷扩张极为敏感。现在的中国已经是世界工厂，商品过剩早已经成为现实，物价对信贷扩张的敏感性下降，但我们开始面临新的问题，主要是土地价格上涨和劳动力成本的快速上涨，这两个因素的存在使中国出现成本推动型的通胀。土地要素和劳动力要素价格的上涨不仅与信贷货币有关，更重要的是与经济发展阶段有关，在未来较长时期内将持续存在。因此，希望立即放松信贷的期望是不现实的。

市场从 2011 年 6 月就开始憧憬紧缩政策放松，但 7 月中旬的国务院常务会议宣布“控制物价仍然是下半年的核心工作”，在随后的 8 月及 9 月的诸多高层讲话中不断强调控制物价的重要性，对股市及楼市产生了巨大的冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从时间跨度看，投资者对信贷紧缩要有长期化的心理准备。从统计数据看，货币与信贷从1993年下半年开始经过了三年多的时间才被压缩到正常的区间。这说明货币与信贷放出来容易，收回去是很难的。在信贷井喷之后，要使之回到正常的轨道，至少需要三年以上的时间。

如果说2009年对应的是1992年的话，那么，2011年与1994年有很多雷同之处，对于股市投资者而言，需要防范快速下跌的风险。

三、从股市的历史判断未来

请借我一双慧眼把股市看透，这是众多投资者的期待。根据笔者对股市的观察，通过分析股市的历史，也许能起到意想不到的作用。

1. 2011年的股市走势与1994年惊人的相似

2011年5月底，在股市出现破位下跌之后，笔者写了《5.23股市大跌的技术分析和基本面分析》，认为：2009年后，股市运行出典型大三角形形态在5月底开始出现破位，从历史上看，这个形态与1992—1995年类似。1993年之后的宏观经济走势及股市运行轨迹十分值得当前的投资者镜鉴。

2011年的股市与1994年有诸多的类似之处，2011年5月23日股指选择向下突破，投资者需要警惕新的“大熊”重新光临。此言不幸言中。2011年全年股市的跌幅为22%，而1994年跌幅同样为22%，这不是巧合，是历史的必然。

反观2011年的机构投资者的判断，几乎全军覆没。对于股市机构投资者而言，2011年是超预期痛苦的一年。之所以出现超预期的下跌，肯定是因为“预期”本身出现了问题，笔者认为，2011年机构投资者集体失策的关键有三点：

其一，缺乏历史的经验。2009年后的宏观经济背景和股市运行与1992年后的情况基本相似，只要有历史的眼光就不会出现大的偏差。1992年信贷与投资井喷之后，股市出现飙升，但很快出现了严重的通货膨胀，接着是1993年6月开始了宏观调控，货币政策收缩，沪指从1500点跌到1993年底的800点附近。1994年，市场资金紧张，高利贷现象出现，股市出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快速下跌，1994 年 8 月政府出台“三大救市政策”，股市暂时出现井喷，但全年下跌 22%。

2009 年的信贷、投资“井喷”与 1992 年基本类似，这决定了 2010 和 2011 年的股市走势也会重蹈 1993 年和 1994 年的覆辙。从 2009 年第三季度开始，中央及时修正了宽松的货币政策，随着货币政策的变化，股市中断了持续上涨的牛市。这些情形与 1993 年后的情况基本一致，因此，观察 1993 年后的股市表现就大致可以把握 2010 年后的股市走势了。

其二，用老眼光看新问题。全流通之后，中国股市出现了巨大变化，尤其是股指期货市场出现后，中国股市进入了一个新时代，而大多数人仍然停留在过去的经验中。例如，简单地将 2300 点的估值水平与 1000 点或 1600 点对比，而估值水平逐渐下移的现象却被多数投资者善意忽略。再如，对汇金公司买进股票的行为解读政策干预股市，并对此寄予过高的预期，显然，很多人对“政策市”仍然情有独钟，依然相信政府对市场的主导能力。其实，类似的问题在 2008 年已经出现过，4000 点以后，政府不断地出台托市政策，而股市一直跌到 1600 点，宽松货币政策出台后股市才止跌。

其三，难以摆脱感情因素的支配。在投资界并不缺乏“聪明人”，但这些智商很高的人难以摆脱“屁股指挥脑袋”、“仓位决定态度”的困境，因此，他们难以成为真正超脱的“高人”。

2. 2012 年是否比 2011 年好?

从历史对比看，如果说 2011 年对应历史上的 1994 年，那么，2012 年应该和 1995 年类似。经过 1993、1994 年的宏观调控之后，到 1995 年物价基本得到控制，经济实现“软着陆”，股市开始向好，尽管当年仍然下跌 14%，但随后出现了连续两年的大牛市。那么，是否可以认为，2012 年是黎明前的黑暗呢?

在借鉴历史经验的同时，也要看到当前的股市及经济运行本身发生的变化。其一，1995 年的中国是相对封闭的经济体，现在的中国已经是高度融入全球化的经济体；其二，中国当前的经济结构比 1995 年恶化了很多，尤其是房地产市场对经济的影响巨大。如果说 1992 年的经济过热导致海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南、北海等少数城市的房地产泡沫的话，今天的全国绝大多数城市都是当年的海南、北海！尤其是很多二、三线城市的住房及商业用房都严重过剩，按照目前的消化速度，部分中小城市的住房需要30年以上的时间才能出清！

需要注意的是，1996年和1997年的大牛市一方面是因为物价得到了控制，利率大幅度下调，更重要的是地方政府对股市的直接干预，股市的上涨在相当的程度上是当时的上海市政府和深圳市政府操纵的结果。显然，当前的股市已经难以发生当年的故事。

还有人认为，当前的股市与2005年类似，由于股票市场的制度改革产生了所谓“政策红利”，尤其是最近几个月的股市上涨，使投资者对政策红利充满着期待。对此，笔者将在本书第六章作专门的阐述。

简言之，我们对于2012年的股市不能有过高的期待。对股市的分析还是要回到上市公司的盈利增长预期上来。笔者认为，决定未来上市公司盈利增长的最大障碍是产能过剩，该问题至今没有得到投资界的高度重视。

3. 产能过剩会将股市拖进“熊”途

在中国的经济体制下，地方政府的财政预算基本上没有什么硬约束，所有的地方政府都存在投资的冲动，每当出现一个盈利较好的产品或产业，大家就一哄而上，于是，很快出现产能过剩。如何防范和约束地方政府的投资行为成为中央政府最重要的工作。

在2000年前的中国经济循环中，因为难以解决投资的低水平重复建设，因此，总是出现产能过剩，企业经营效益也就难以保障，而且进一步连累银行，使银行信贷资产的不良率居高不下（在2000年前商业银行的信贷不良率超过30%）。产能过剩对于中国经济而言是一个体制性的问题，是由来已久的老问题。

2000年后，产能过剩问题似乎在中国消失了。无论是GDP的波动还是CPI的起伏，2000年后与2000年前都有十分明显的差异，2000年前的中国经济波动大，而2000年后的经济变动显著减少。出现这些现象的原因是中国经济出现了两个新的变化。其一是中国加入全球化的浪潮，推动中国经济的工业化加速，使进出口快速增长；其二是房地产的快速扩张和城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市基础设施投资快速推进。正是这两个因素的出现，使困扰中国经济的产能过剩问题得到很好解决。

理解房地产市场对理解过去10年中国经济的运行非常关键。房地产市场的繁荣不仅给诸多的工业产品创造了市场空间，而且为大规模的基础设施建设积累了资金，没有房地产市场的繁荣就不会有过去10年中国经济的繁荣。当然，如果未来的房地产市场难以繁荣，则中国经济的运行就会再次发生产能过剩的问题，而且，这次的产能过剩比历史上任何时候都严重！

要分析该问题，同样可以从历史上找到答案，但这里需要参考其他国家的历史。

自20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃以后，全球诸多国家都出现了房地产泡沫现象，最典型的是20世纪80年代的日本和20世纪90年代的“亚洲四小龙”。这些故事的起始点是出口增长，其逻辑脉络是：出口增长推动外汇储备增长，外汇储备增长推动信用与货币扩张，信用扩张推动投资的扩张，投资的扩张又推动出口的增长，周而复始。在经济如此快速扩张的同时，资产价格大幅度上升，无论股市还是楼市都快速上升。

这些故事的终点都是产能过剩。当这些国家的投资高速扩张必然导致生产能力的快速扩张，由于外部的环境发生变化或内部需求收缩，供给大于需求的矛盾出现，产品价格不断下跌，于是，企业倒闭，资产价格大幅度缩水。

如今，同样的故事出现在中国。在过去10年的房地产大牛市里，中国的钢铁、化工、有色金属、煤炭、水泥建材、工程机械等行业得到了长足的发展，形成巨大的生产能力。从产能看，我国的钢铁、水泥、煤炭、有色金属（主要是铜）等的产量都已经达到或超过全球产量的一半。尤其是2009年和2010年的投资快速扩张，现在到了产能释放期。

而需求并没有随着产出的增长而增长。首先，对外的出口需求增长乏力，2012年前四个月只增长了6.9%，而过去的增长速度一直在20%以上。其次，投资需求也开始减速。虽然房地产投资的统计数据还有20%多的增长，但笔者认为这个数据值得怀疑。因为从2011年第四季度后，每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月的房地产投资额已经大于房地产销售额约1000亿左右，开发商必须大幅度减少投资支出才能保持现金流不为负。2012年第一季度新房销售同比下降两成，而投资还在增长，在逻辑上是讲不通的。

假如笔者的判断正确，则2012年中国实体经济将面临巨大的产能过剩挑战，所谓“中国奇迹”的高速增长似乎到了画上句号的时候了。

从金融层面看，2012年美元走强是大概率事件（主要是因为欧元走弱），受此影响，新兴市场国家的资本外流将形成明显趋势，从2011年10月开始形成的中国的资本外流与外汇占款减少现象还将持续。受此影响，存款准备金率会下调，但银行资金紧张难以缓解。在美元走强的背景下，黄金、有色金属等大宗商品进入熊市，石油由于受到伊朗核危机的困扰，有不确定性，但石油下跌的概率大于上涨的概率。

结构分析法：投资者结构与经济结构的视角

从2009年年初开始至2010年年底，我国股市出现明显的结构性分化，以中小市值为主的深圳中小板指数的走势越来越强，而以蓝筹股为主的上证综合指数越来越弱，二者的差距明显扩大。导致这一现象的深层原因究竟是什么？它反映的是股市短期的现象还是趋势性的征兆？

一、结构性分化是2009—2010年股市的最主要特点

从上证综合指数与中小板指数比较图（图2-1）可以看出，从2009年年初开始中小板指数与上证综指出现走势分化，2010年这两个市场的分化更加显著，尤其是2010年6月之后两个市场的指数曲线差距越来越大。中小板指数在2010年10月超越了2008年年初的高位，11月再创历史新高7490点，而上证综指此时距离历史高位尚十分遥远，仅在3000点左右徘徊，需要上涨一倍多才能超越2007年的历史高位6100点。中小板市场走势明显强于上证市场。

回顾股市的历史得知，2010年股市的运行特点与2007年有较大差异，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

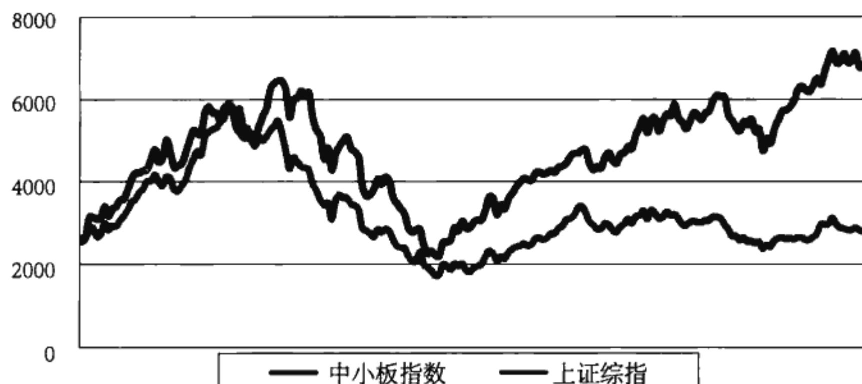


图 2-1 2007—2010 年上证综指与中小板指数比较

在一定程度上可以认为是正好相反。2007 年蓝筹股的涨幅大于小市值股票的涨幅，上证综合指数的最大涨幅为 189%，而中小板指数的最大涨幅仅 156%。沪市在 2007—2008 年处于市场主导者的地位。

二、市场出现结构性分化的原因分析

为什么在不同的时间区间里中小板与主板市场有不同的表现？我们认为，其主要原因是投资者结构出现了变化以及经济结构出现了变化。

1. 投资者结构的变化与市场的结构性变化

2007 年基金规模出现超常规的高速增长，当年基金总份额增加了 16100 亿（见表 2-1），基金总资产增加了 24191 亿元。投资者积极申购基金的热情来自 2006 年基金行业取得的良好收益率，2006 年有 39 只基金的年收益超过 100%，收益最好的基金（景顺长城）收益达 182%，远远高于当时一年期储蓄存款的 4% 左右的年收益率。在牛市的背景下，2007 年基金的收益水平继续增加，取得了比 2006 年还辉煌的业绩，当年有 77 只基金的收益超过 100%，最好的基金（中邮核心优选）收益水平达 191%。连续两年的超额收益极大地刺激了投资者购买基金的热情，投资者普遍产生了一种认识上的偏差，认为“股市有风险，但基金没有风险”，而且“基金收益高”，错误地把基金当作了储蓄的替代产品，使 2007 年连续出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现银行储蓄存款减少的现象，对应的是基金的发行受到抢购，单只基金发行规模一度超过 900 亿份，为了控制基金发行规模，有些基金发行采取了抽签的方式。

在投资者疯狂购买基金的热情鼓舞下，基金经理也采取了激进的投资策略。为了在最短的时间里完成建仓，基金必须将所得资金购买蓝筹股，因为中小盘股的建仓比较麻烦，导致蓝筹股成为市场上涨的主导力量，蓝筹股出现了所谓的“流动性溢价”现象。因此，2007 年的上证综指涨幅领先于中小板指数就不足为奇了。

表 2-1 2005—2010 年基金规模年度统计

	基金只数	年底基金份额（亿）	基金份额增长数量（亿）	年底基金资产（亿人民币）	基金资产增长数量（亿人民币）
2005 年	219	4716.923		4693.837	
2006 年	308	6222.767	1506	8564.611	3871
2007 年	346	22331.61	16109	32755.9	24191
2008 年	439	25741.31	3410	19388.67	-13367
2009 年	557	24535.94	-1206	26454.05	7066
2010 年	704	24228.39	-307	24860.98	-1494

数据来源：Wind 资讯

但经过 2008 年股市的单边下跌，基金投资者损失惨重，股票型基金净值平均缩水超过 50%，投资者对基金的投资热情与盲目信任完全消失了，尽管 2009 年股市表现并不亚于 2007 年，基金也获得了良好的业绩，有 101 只基金收益超过 70%，超过 50% 收益的基金达 147 只，但投资者对基金的信任还远远没有恢复。2009 年基金发行规模超过 2000 亿份，但年底总规模却减少了 1206 亿份，基金的发行规模不足以抵消赎回的数量。2010 年同样如此，因为全年股价走势不及 2009 年，基金总体业绩远远不如 2009 年，2010 年收益最好的基金只获得了 37% 的收益率，大多数基金的收益不到 10%，全年基金发行数量为 2000 多亿，但股票型基金总规模减少 307 亿份。基金的发行规模保持在一定数量而总规模却在减少，其背后是不少基金投资者进行“赎回老基金—申购新基金”的操作，新发行的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金规模一般较小，如果投资大盘蓝筹股则同样会面临被投资者赎回的风险，投资小市值的股票成为可行的选择。随着新基金的发行，市场资金必然从大盘蓝筹股流出，向中小板股票流进，使中小板市场的股票价格与蓝筹市场的股票价格出现不一致。

导致2010年中小板和创业板市场繁荣的另外一个原因是私募股权投资市场的兴起。2009年后，中国总体金融环境是资本过剩，民间资金十分充裕，不少民间资本通过私募股权投资的方式进入资本市场，私募股权投资的总规模无法统计，但其作为一股新兴的力量对资本市场的影响力越来越大。这些资本不仅参与PE及上市公司的定向增发等一级市场的投资，而且积极参与股市二级市场的运作。因为它们资金实力较强，市场信息透明度较低、身份比较隐蔽，容易走上“坐庄”的路子，即利用资金的优势操纵股票的价格，从而获取利润。这些资金一般选择股本较小的股票进行投资，中小板和创业板理所当然成为这些资金追逐的对象。一则中小板和创业板股票的股本小，市值小，容易控制其价格；二则中小板和创业板的上市公司实际控制人多为自然人，他们希望股价上涨。

由上述分析可见，不仅公募基金选择了中小板和创业板市场，而且民间私募基金同样选择了中小板和创业板，这其中还存在大量的内幕交易和操纵市场的行为。这是2010年我国股票市场出现结构性分化的最主要原因。

2. 从经济结构变化看市场结构分化

2003—2008年8月，全球大宗商品价格在美元贬值的刺激下及中国等新兴市场国家需求的推动下出现持续上涨行情，煤炭、石油、石化、钢铁、有色金属等行业的公司盈利快速上升，而这些行业都是国有控股的大型上市公司，对应的股票大多属于上海股票市场上市的蓝筹股。因此，在此期间蓝筹股受到追捧是理所当然了，沪综指的表现超过中小板市场也属情理之中。但从2008年年底开始，为了应对金融危机，我国推出积极财政政策，并提出了一系列发展新兴产业的政策措施，这些政策的受益者是中小企业，中小板及创业板市场上市公司是这些政策的受益者，与之相应的股票市场结构性分化开始出现。

有意思的是，美国的股票市场出现了和中国类似的现象。在2009年之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，美国的道琼斯指数与纳斯达克指数走势基本一致，但2009年以后，二者出现了较大的差异，两条曲线之间的缺口有逐渐拉大的趋势（见图2-2）。中美股市的相同现象是巧合还是必然，如果是一个必然的话，那么它背后的规律是什么？有人认为是经济周期导致的，当新的周期开启之时新兴产业走势强于传统产业，2009年是新的经济周期开启的时间窗口。但还有人认为是财政刺激的结果，在经济危机的背景下，市场需求大幅度减少，只有与政府财政有关的公司盈利才有保障，中美两国的积极财政政策刺激的重点都与新兴产业有关，因此，在最近两年里新兴产业的股票强于传统产业应该在情理之中了。

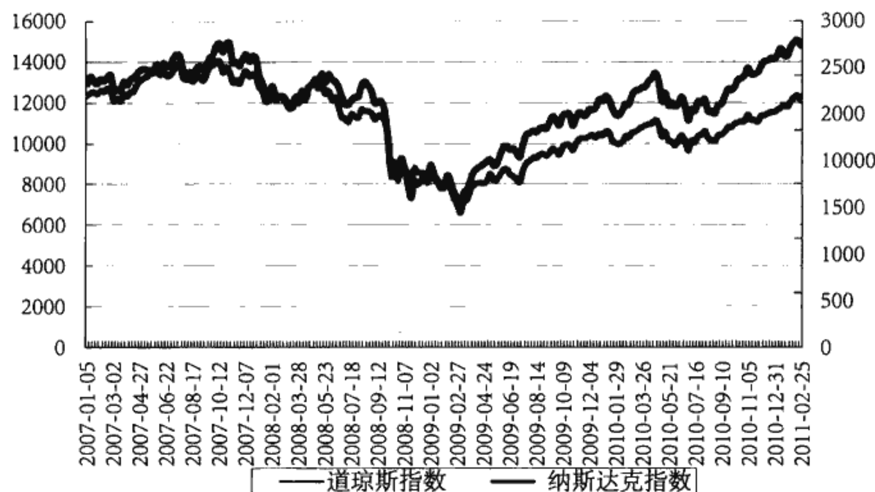


图2-2 美国两个股票市场走势比较

另外，我国2009年、2010年持续宽松的货币政策使银行业出现了不良资产上升的隐忧，加上银行为了达到资本监管的要求，在信贷快速增长之后需要大量补充资本金，在2010年我国股市融资的10000亿里，银行融资占了四成。银行持续大量的融资扩容降低了其股票的吸引力，导致银行的估值水平逐步降低，但市场价格走势却十分疲惫。银行股在上证综合指数中的权重很大（占三成左右），银行股的走势偏弱同样会影响到蓝筹股的总体表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、从投资者结构的变化看市场的趋势

从上述分析可见，导致股市出现结构分化的主要原因是私募基金兴起而公募基金相对衰落所致。因此，要推测股市未来的发展趋势，就应该进一步分析投资者群体的发展趋势。

首先，看公募基金的发展趋势。经过2008年打击之后，公众对公募基金的信任还处在低点，从2009年和2010年连续两年基金都处在净赎回状态的事实就可以判断，公众对基金的投资兴趣还处在恢复之中，基金发展还难以呈现2007年的狂热局面。另外，基金业本身也需要完善才能重新赢得投资者的信任，现在的基金管理公司都片面追求资产规模，并没有把信托责任放在工作的首位，有些基金经理还帮别的个人或投资机构“抬轿子”（高位买进别人手里的股票），不时有基金公司曝出“老鼠仓”的丑闻，这些都极大地损伤了投资者对公募基金的信任。总之，在近期希望出现“投资者购买基金，基金购买蓝筹股，推动指数出现牛市”的情形是不现实的，公募基金在未来几年仍将处在相对弱势之中，投资蓝筹股难以获得超额收益。

其次，看私募机构的发展趋势。要分析中国的私募基金规模，引用“灰色收入”这个概念或许对分析该问题有帮助。根据学者王小鲁的研究，少数人一年的灰色收入有5万亿元之多，他主要从现金流量表与收入统计之差的角度得出该结论的。笔者想从另外一个角度对此作一个推理：在各项工程承包的过程中，普遍存在商业回扣，比例应该为10%～20%，2009年和2010年中国的固定资产投资总额分别为22万亿和27万亿，以15%的回扣计算，由此形成的回扣应该有3.3万亿和4.05万亿左右。如果再加上各种商业流通领域的回扣行为，每年的灰色收入应该在5万亿元左右。

这些资金以飞快的速度在增长。它们主要来自固定资产投资的回扣和商业流通过程的回扣，因此，每年的灰色收入的增量与固定资产投资规模呈正比，与GDP规模呈正比。只要中国的商业潜规则不变，这些灰色收入一定随着固定资产投资规模的增长而增长。

这些货币集中到少数人手里，因此，其行为与一般小额存款者的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有较大差异，他们对政策有更高的敏感性，有更强的主动性（一般存款户只是市场潮流的被动接受者和参与者）。这些资金集中并且数量巨大，因而对市场而言有很强的冲击性和攻击性，类似于国际市场的对冲基金。依笔者之见，当前中国正在蓬勃发展的私募证券投资基金和股权投资基金正是迎合了这些灰色收入者的需要。

这些资金应该是最近几年中国楼市牛市的基础，在楼市实行限购政策之后，这些资金将部分流向股市，成为股市活跃的基础。照此推理，小市值的股票将继续活跃，中小板市场与上证蓝筹股市场之间的结构性差异将继续扩大。

有一种观点认为，经过 2009 年和 2010 年股票价格的持续上涨，中小板市场的估值水平已经超过 50 倍，创业板的市盈率超过了 70 倍，而蓝筹股的估值水平处在历史低位，沪深 300 指标股平均市盈率只有 20 倍左右，因此，蓝筹股在未来的表现应该比中小板市场更好，即市场会出现“风格转换”。其实，在 2009 年底和 2010 年初市场就有类似的预期和观点，但 2010 年的市场运行结果表明，市场预期的“风格转换”并没有出现，而且蓝筹股与中小板市场之间的差距还越来越大。

总之，股市的结构性分化还将继续。

行为及心理分析法：股价泡沫化的真正原因

从世界各国的股票市场发展历史看，股价泡沫化现象经常出现，但股价泡沫化持续的时间一般不会很长，但我国的股票市场价格一直高于理论上合理的标准，也高于国际成熟市场的平均水平，我国股票市场一直存在泡沫。如何解释这种现象？

投资者更关心的是：股市泡沫还会一直存在吗？中国股市泡沫什么时候破灭？对这些问题的解释不仅可以对市场建设具有参考意义，对投资决策同样很有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、产生股市泡沫的一般规律

一般而言，投资者在乐观气氛的感染下才使股价保持持续上涨，从而产生高估值（或股市泡沫）现象。从美国的历史来看，在新的技术革命推动经济景气回升的过程中，投资者很容易产生过分乐观的市场预期，于是产生股市泡沫。美国在过去的 100 年时间里，股市的月均市盈率（扣除通胀因素）为 15.08 倍，一共出现了四次市盈率高峰，分别是 1901 年的 25 倍，1929 年的 30 倍，1966 年的 23 倍，2000 年的 45 倍。这四次市盈率高峰的出现与 20 世纪四次大的技术进步完全一致。

在美国过去的 100 年时间里，出现了四次这样的循环：新的技术革命导致人们对未来经济的预期乐观→股市上涨→“新经济”的论述出现→刺激股市继续上涨→股市泡沫破灭。这与传统的金融理论关于金融危机的解释模型（如明斯基模型）是完全一致的。

股市产生泡沫的另外一种常见因素是货币条件过于宽松。货币当局主动实行宽松的货币政策或大量的资金流入本国都可能导致市场上资金泛滥，出现流动性过剩。当市场出现“钱多”现象时，资产价格出现泡沫是容易理解的。从金融发展的历史看，18 世纪初法国的“密西西比河泡沫事件”就是宽松货币政策下出现股市价格泡沫的经典案例，20 世纪 80 年代的日本、我国台湾地区出现了资产价格泡沫与国际资本流动也有较大的关系。

二、“三维互动模型”：对中国股市泡沫的解释框架

为了分析问题的方便，笔者以 2005 年为界把中国股市分为前后两个阶段。之所以将 2005 年作为股市发展的一个重要的转折点，是因为 2005 年发生了两件重大事件，它们对股市的价格形成机制产生了深远的影响。其一是汇率改革的启动，该项改革导致国际资本纷纷流向中国，使中国出现了流动性过剩；其二是股权分置改革，该项使得国有股和法人股从不能流通逐渐过渡到流通状态。因此，2005 年前后的中国股市的价格形成机制是有很大差异的，有必要分开来讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析 2005 年之前的股票市场的价格形成机制，主要从政府行为、机构投资者行为和散户投资者行为的角度来分析股价泡沫的形成机制。我们不妨称之为“三维互动模型”。

1. 政府行为：从我们过去的股票市场发展历程可以清楚地看出，我国政府一直在深度地干预股票市场，企图利用资本市场来实现各种目标（在 1998 年前后的主要目标是为国企改革服务）。正是由于政府实用主义的指导思想才使股市走上了急功近利的迷途

从辩证的历史角度分析，我国股市是由政府强行启动的，是典型的外生成长模式，因此，政府的干预是不可避免的。但政府过多地考虑自己的短期目标，就会使股票市场偏离资源配置这一根本目标。例如，1999 年，为实现“国企三年脱困”的目标，竟然动用人民日报《社论》来推动股市。当时的上海股票市场的综合指数是 1500 点，已经达到了历史最高位（而 1996 年 12 月，沪指在 1260 点附近时，政府却同样动用人民日报《社论》来打压股市！认为上海股票指数已经太高，股市泡沫太多）。为了达到股市为国企改革服务的目标，就必须纵容各种伪装上市和股票操纵行为，因为很多国企无法达到上市的标准，同样，如果市场没有操纵，国企上市无法卖到一个好价钱。广大投资者在同市场政策博弈的过程中逐渐领悟了政府的决策意图和规律。他们视政策为市场好坏的风向标，当股市低迷时政府一定会出台利好政策，同时放松对市场的监管，于是市场中的投资者便心领神会，又重新开始进入市场，股市重新活跃起来。2005 年之前，可以清晰地看到政府先后五次出台利好政策干预股市下跌，形成五个“政策底”（股市的高点和低点都对应着相应的政策，业内称为“政策底”和“政策顶”）。

政策底一：1994 年因宏观政策不断从紧，股市连续下跌，8 月初，当上证综合指数跌至 325 点时，管理层推出了“三大救市”政策。

政策底二：1996 年 12 月底，股市被政策的力量调至 867 点，出现一次到位的硬着陆之后，因调节股市的目的达到了，股市的政策突然放松，顺应了不断宽松的宏观政策，引起了股市的又一次大幅上涨。产生了政策底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策底三：1999年5月，沪指跌至1000点，政府出台一系列政策刺激股市，“5·19行情”爆发。

政策底四：2001年10月21日，当上证综合指数从当年的最高点2200点下跌到1350点时，股指已下跌了近900点，股市一片低迷、投资者严重亏损，政府宣布“暂停国有股减持”；2002年6月23日，当沪指数再次下滑到1350点附近时，政府再次伸出救市之手，宣布“停止国有股减持”。使上证综合指数1350点成为第四个政策底。

政策底五：2005年第二季度，上证综合指数跌破1000点，社保基金入市，股市翻转，并在之后的3年里不断创新高。1000点成为股市的重要底部。

因为政府对股票价格的干预，使投资者对股市风险产生了麻痹心理，股市的风险溢价被扭曲、降低，股市的正常价格形成机制无法发挥作用。

在股市运行过程中，政府不仅调控指数，而且不断地将优质的国有资产注入亏损的上市公司中，这给股票投资者形成了特殊的心理预期，认为上市公司的经营风险可以忽略不计，上市公司亏损了会有政府出面重组。政府对股票市场的深度干预的结果必将使国家的信用与股市的风险紧紧地拴在了一起（这一点同改革前的国有银行体系十分相似），使股市的泡沫风险得不到及时释放。很多垃圾股市值依然很高，其根本原因就是投资者有重组预期，都寄希望政府来重组这些公司，从而导致垃圾股与绩优股股价差异不大的奇特现象，这是我国股市所独有的，这一独有现象的存在恰好是我国政府过度干预股市的最好证据。

2. 机构投资者行为：机构投资者的行为扭曲是我国股价容易出现泡沫的又一重要原因

按照一般常识，机构投资者比散户投资者的投资行为理性，因为机构投资者都是专家理财，投资决策的程序一般比较科学。但我国的机构投资者比较特殊，这些特殊性导致了我国机构投资者的理性投资的优势并没有充分得到发挥。

投资机构包括证券公司、上市公司、基金、国有企业，这些机构投资者的共同特点是国有资本占绝对控制地位，在管理制度存在明显漏洞的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，国有资本的实际控制人存在明显的风险偏好，究其根本原因是“老鼠仓”行为的存在。

所谓“老鼠仓”行为，是指拥有机构资本控制权的人在决定操纵某只股价之后，遂以个人名义低价大量买入该只股票（用个人自有资本或融资购买），然后用自己控制的国有资本大肆拉抬股价，在最高价位卖出属于自己的股票（即所谓的“老鼠仓”）的行为。在整个过程中个人获利丰厚，至于国有资本的盈亏已是无关紧要。“老鼠仓”行为是和“坐庄”行为紧密联系在一起的，没有“坐庄”行为就无所谓“老鼠仓”了。

因为有老鼠仓行为的存在，使投资股票市场的国有资本或证券投资基金存在高风险，但收益很低；而国有资本的实际控制人享受高收益，但风险很小。可见，在我国股票市场存在风险与收益分离的特殊现象。

该现象的存在使正常的金融运行规律被扭曲，例如，在早期曝光的违规案例里，很多参与“坐庄”的金融机构的投资总是回报率为负数。令人震惊的是，“中经开”在操纵327国债期货事件过程中，令对手万国证券暴仓，而自己竟然没有多少盈利，同样是该公司，在操纵著名的“东方电子”股票过程中，股价上涨数十倍，但公司的收益甚微。原因其实并不复杂，这些钱都进了少数个人的口袋。

值得一提的是，在2001年以前，我国证券市场的国资背景的公司来路十分复杂，有银行、信托背景的，有保险公司背景的，还有财政背景的。在经济转型过程中，我国的银行、信托、保险、财政等行业及部门常常出现监管缺位或所有者缺位的现象，股票市场的“老鼠仓”实际上成了国有资本私有化（流入个人口袋）的重要通道，这是很多公司和个人通过金融市场完成资本原始积累的主要方式（另外一种重要方式是银行贷款的回扣等）。

这是中国资本市场有别于其他国家资本市场的重要特征之一，这也是中国股票市场中机构投资者为什么有风险偏好的秘密所在，也是“坐庄”行为为什么一度盛行的根本原因。毫不夸张地说，在2001年前，“老鼠仓”行为是导致我国股票市场高估值的最重要的原因。

也许有人说，在2001年之前，机构投资者的比重很小，不足以左右市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的定价。从表面上看，机构投资者持有的股票似乎占流通股市值的比重不大，但真实情况并非如此，2001 年前，证券投资基金规模较小，但证券公司控制的股票数量相当大，至少占流通总市值的 20% 左右，加上国有企业及上市公司拥有的股票，流通市值的 30% 以上控制在机构手里。但因为这些机构并没有信息公开的要求，我们无从知道它们究竟拿了多少股票。因此，笔者认为，当时的机构行为对股价的影响同样是举足轻重的。

2001 年，随着“基金黑幕”的曝光及“银光夏财务造假案件”等一系列案件被查处，机构投资者的“坐庄模式”受到较大挑战，股价停止上涨，并引起市场的连锁反应。因为很多机构投资者的资金是通过融资得来的，有些融资的成本高达 20%（每年）以上，只要股价停止上涨就意味着这些机构面临亏损，迫使这些机构卖出股票，于是，股价进一步下跌，这些机构的财务危机逐步加深，市场陷入恶性循环。这就是 2001—2005 年股票市场出现的情况，在这四年多的时间里，经济增长及上市公司盈利都是历史上最好的阶段，但股市却出现了大熊市。这段历史从反面印证了机构投资者行为对股价影响之深远。

3. 散户投资者行为：散户投资者存在特殊的心理依赖是股票价格高估的不可或缺的条件

散户投资者是相对机构投资者而言的，一般指资金量较小的个人投资者（资金量大的个人投资者与一般散户投资者行为不同，他们可以享受专业的资讯服务，这些个人投资者与机构投资者没有差异）。从一般的经济理论分析看，散户投资者参与股票市场的动机是为了盈利，但我国股市在大多数时候是没有投资价值的，而且在散户与机构的博弈过程中，散户总是处于劣势，机构投资者总是利用信息和资金上的优势来赚散户的钱。

那么，总是处于不利地位的散户投资者为什么还要参与股票市场呢？从开户人数看，至 2011 年年底，我国股民人数已经超过 1 亿人，95% 以上是散户投资者。这种现象传统经济学无法解释。

2002 年诺贝尔经济学奖获得者美国普林斯顿大学的卡尼曼教授和史密斯教授金融行为学理论成果，总结了资本市场的散户投资者的行为规律。他们的研究表明，股市投资者存在特殊的心理现象，笔者认为，这些行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规律同样适用于中国股票市场的散户投资者。

导致散户投资者不断进入股市的重要原因是因为存在“典型示范偏差”心理现象。它是指人们在对不确定事件进行判断时，仅以部分现象（或典型现象）为依据。在人们的认知过程中，夸大了按“常识”得到的条件概率，也就是夸大了“典型”的作用；与典型示范相关的一个示范性认知偏差是小数法则偏差。“小数法则偏差”是指人们将小样本中某事件的概率分布渐进于总体分布：与之相对应的是对大样本的代表性的低估。人们在根据现有的资讯对不确定事件进行判断时，似乎不关心样本的大小，也就是“样本无关”。这是一个非常重要的心理规律。大多数人是在身边的人买股票赚钱的刺激下进入股市的，别人的成功记录被自己所夸大，产生强烈的心理冲击。很多股票经纪人或证券从业人员在说服自己潜在的客户的时候，总是列举一些成功的案例来打动别人。尤其在2005年年底至2007年年底期间，所有买基金的人都获利丰厚，影响了数以亿计的投资者参与基金的申购，仅2007年就有2万多亿的资金通过基金流入股票市场。可见此心理影响之广、之深。

上述心理规律说明人为什么会进入股票市场。当一个人进入股票市场以后，会很快产生以下心理现象和规律。

首先是产生“保守主义偏差”。它是指在一定的环境下人们在面临新的资讯时不愿意理性地更改他们的固有观念或信念。它主要表现是：①偏执偏差，它指行为人不仅不依据新资讯对初始信念进行修正，反而将新资讯错误地理解为对他的原有信念的进一步证明，进而强化他对原有信念的信心。实验显示，人们对原有信念的偏执有时会产生令人难以置信的非理性偏差。例如，当一个投资者买入的股票大幅度下跌的时候，他会认为是庄家洗盘而不是出货，因此更加坚定持股信心。②出售效应，指投资者对亏损的股票惜售、不愿实现亏损的心理。由于人们只是感受到每次投资的独立盈亏，在亏损厌恶的心理状态下，自然不愿以亏损的价格实现投资负收益。当一家上市公司的基本面发生非常糟糕的变化时，投资者在作出准备卖出股票的决策的过程中，首先想到的是买入的成本，如果现价低于成本价，卖出意味着亏损，因此不愿意卖出。此心理可以很好地解释当基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净值大幅度缩水后，并没有出现赎回的压力。

其次是“博傻行为”。一般人在面对赢利是比较谨慎而保守，但面临亏损时却愿意“赌大”。它使得散户投资者在面临亏损时，不仅不会承认现实，及时采取止损行动，而且还会追加投资，甚至是借款来购买股票以期降低平均成本，结果是越陷越深，不能自拔，使自己成为永远的股东。

正是上述心理规律或心理现象的存在，使得股市投资者的队伍不断壮大。也正是这个原因才能使操纵股市成为可能。

通过对股票市场的主要三个参与主体的行为分析我们可以看出，2005年前，政策的过度干预是市场出现波动及高估值的必要前提条件，机构的“坐庄”及“老鼠仓”行为是导致高估值的关键原因，散户的投资心理偏差是市场出现高估值的不可或缺的条件。通俗地讲，在这个阶段，政府为了国企融资而鼓励和纵容投机，机构投资者为了自己的“老鼠仓”喜欢投机，散户投资者是积极参与投机——整个市场是高度投机的市场。

三、流动性过剩：2005 年之后的股价泡沫成因

前面分析了2005年之前导致中国股价泡沫的原因，主要从政府行为、机构投资者行为及散户投资者行为的角度来剖析。2005年后，股票市场的价格形成机制中，除了上述三个主体的行为因素继续起作用外，还出现了新的因素，即流动性过剩。

2005年后出现的流动性过剩与人民币汇率改革有关。人民币汇率改革对股价形成机制的影响，主要表现为人民币汇率的单向升值导致大量“热钱”流入，外汇占款迅速增加，而基础货币的大量投放导致金融体系流动性过剩，刺激股价上升。这是产生2005年至2007年底的大牛市的背景。

这次大牛市与之前的历次股价上涨都有区别。2005年之前的股价上涨的主要动力来自市场投机，投机的主要对象是中小盘股，大盘蓝筹股很少有人问津，因此，大盘股的估值水平一直明显低于小盘股。2005—2007年的大牛市里，大盘蓝筹股获得追捧，出现所谓的“流动性溢价”现象（即大盘股的市场流动性比小盘股更好，应该享受溢价）。中国石油、中国神华、中国远洋等都是在这个阶段上市的，都获得市场热烈的追捧，平均估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值都曾经达到60倍市盈率以上。

大盘蓝筹股获得追捧的主要原因与证券投资基金获得追捧有关。在这个阶段，散户投资者疯狂购买证券投资基金，他们误以为基金是储蓄的替代品，没有任何风险而又可以获得丰厚的回报。在2006年年底至2007年年底的一年时间里，证券投资基金的规模从不足1万亿份迅速增加到3万亿份以上。在股价快速上升的过程中，基金经理必须将募集的资金迅速完成建仓，购买大盘蓝筹股成为他们的首选。大盘蓝筹股的“流动性溢价”由此产生。

要正确理解这个阶段的股价泡沫，不能不提房地产。在流动性过剩的背景下，房地产价格出现了连续10年的上涨，房地产投资从2000年的4900亿元增长到2011年的6.2万亿元，增长超过10倍。在房地产投资快速扩张的刺激下，房地产的上下游产业都得到了迅速的发展，钢铁、水泥和建材、有色工业、煤炭等行业的上市公司业绩持续多年保持高速增长，使得这些行业的股票都有出色的表现。在2005—2007年的大牛市中，高财务杠杆的金融类股票和房地产类股票表现最佳，平均获得了近十倍的涨幅，而指数的最大涨幅为500%。

2008年年底，我国政府为了应对全球金融危机的冲击，决定采取“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，信贷出现多个季度的“井喷”。如果说2005—2007年的流动性过剩是被动出现的话，2009—2010年的货币快速扩张则是主动而为之的。

需要关注的是，从2011年第三季度开始，随着产能过剩的加剧和房地产投资的减速，热钱出现流出迹象，国内的货币扩张开始减速，流动性过剩的大背景已经出现变化。股票市场的高估值赖以存在的条件已经动摇了，股价回归不可避免。

四、全流通使股市的估值体系出现巨变

如果说2005年开始的汇率改革刺激股价上升的话，那么，同样是2005年开始实施的股权分置改革则起到了相反的作用。随着越来越多的国有股和法人股进入流通市场，股市的生态平衡被打破，估值体系出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨变。

在全流通之前的股市生态结构中，散户的资金量占60%～70%，证券公司和证券投资基金、保险资金等机构投资者占30%～40%。在这样的生态结构中，散户数量多，而机构数量少，众多的散户投资者“供养”了数量有限的机构投资者，机构可以利用自己的资金优势操纵股票价格。说白了，这个阶段的股票市场总体上是一个典型的“庞氏骗局”，是一个类似于击鼓传花的游戏。机构投资者的资金总量不占绝对优势，但它们在整个游戏中占主导地位。

全流通之后，平均每家上市公司的可流通股票总量扩大了两倍多，新增的股票主要集中在国有控股机构或公司法人手里，它们的行为与前述机构投资者有较大差别。为了区别起见，我们把证券投资基金和券商、保险机构等称之为“金融资本”，把上市公司的发起人股东称之为“产业资本”，显然，产业资本的数量远远大于金融资本，产业资本无法像金融资本那样通过操纵股价来牟取暴利，因为数量有限的散户无法“供养”数量如此庞大的产业资本，股市的生态平衡被破坏了，2005年之前的“庞氏骗局”游戏难以为继。

当股市的“庞氏骗局”游戏不能继续的时候，股票的定价就必须遵守一定的规则或规律：股票价格=上市公司预期收益/（无风险收益率+风险溢价）。对于金融资本而言，无风险收益率可以用国债收益率来替代，对于产业资本来说，它们的无风险收益率可能不是“国债收益率”（大约3.5%）或银行定期存款的利率，而是实业投资的平均投资收益率。在现阶段，实业的投资收益率比国债的收益率要高一倍以上（大约10%）。因此，产业资本比金融资本有更高的收益率要求，反映在股价上就是产业资本愿意接受的价格比金融资本更低。假如一只股票的预期每股收益是1元/年，每年可以分红0.5元/股，金融资本认为以10元/股买入该股是可以接受的，而产业资本对该股票的定价可能只有5元/股。

很多人看到了产业资本不断套现的冲动，但不少人错误地认为这些产业资本卖出股票的动力来自低廉的成本。的确，发起人股东的成本比一级市场或二级市场投资者的成本都要低廉，很多发起人股东的成本已经不足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 元/股，但导致它们卖出的原因主要是现在的股票价格太高，股票的收益率远远低于它们从事实业投资的收益率。

随着全流通时代的实现，产业资本主导股票市场定价的时代将逐步确立。因为产业资本对股票定价的参照系与金融资本是不一样的，它们对收益率的要求更加苛刻，因此，产业资本替代金融资本的过程一定是股票市场市场估值水平大幅度降低的过程。

由全流通导致的估值体系的改变对主板市场的冲击相对较小，对中小板和创业板的冲击相对较大。

主板市场主要以国有控股的上市公司为主，对于这些上市公司而言，大多数主要股东不会因为股价高而减持股票。从二级市场的投资者看，投资这些大盘蓝筹股的主要以机构投资者为主，散户很少参与这些股票，因此，这些股票的投机色彩相对较少。从目前的估值水平看，大盘蓝筹股的估值水平已经接近 10 倍（笔者认为是合理水平）。即使进入全流通状态，主板市场还是以金融资本定价为主，其合理的估值水平应该以 10 倍市盈率为参照。

中小板市场和创业板市场以民营企业为主，股权比较分散，有很多专业的 PE 投资者参与其中，大多数控股股东并不在意谋求绝对的控股地位，只要股票价格被高估，这些股东就会减持股票。更重要的是，在全流通之前，投资这些小市值股票的投资者以散户为主，因此，中小板和创业板市场在全流通之前的估值是严重偏高。进入全流通状态之后，中小板和创业板市场将主要由产业资本定价，其合理的估值水平将明显低于主板市场的平均水平。

五、对股市未来的展望

中国股市的“庞氏骗局”已经随着全流通而难以为继，随着货币扩张的减速，中国股票高估值的条件相继消失，股价走上回归之旅。

展望未来，我国的股票市场将出现明显的结构性变化，中小板市场和创业板市场的估值水平将大幅度降低，并低于主板市场。对比当前的市场现状，估值体系和市场结构将出现颠覆性的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在估值体系巨变和经济周期下行产生叠加效应的情况下，投资者需要警惕出现大熊市。切忌以历史数据来判断当前的股市。

在股价回归过程中，很多投资者将损失惨重，他们会习惯性地希望政府“救市”。但须知，市场的规律是难以抗拒的，股价的回归之旅是不可逆转的。作为投资者，必须对自己的行为负责，不能把责任归结为政府。

股价何时回到合理的价位？笔者认为应该是在产业资本不愿意减持，或越来越多的公司采取回购股票之时。当前的很多股票回购或增持的行为更多的是为维护股价，作秀的成分较大，因为股价偏低而为之的很少。

类比分析法：H 股与 A 股的价格倒挂

在中国股票历史上，同一家上市公司的 A 股价格比 H 股价格高是常态，很少出现 A 股价格持续低于 H 股价格的现象。但随着农业银行的上市，价格出现倒挂的股票已经有 19 只，主要是银行和保险公司类股票。

A 股比 H 股便宜被很多观察家看做是国内股票市场已经见底的标志，但自 2009 年年底以来，相信这个结论的基金投资者重仓买进银行和保险类股票之后，得到的不是盈利而是亏损，2010 年 4 月中旬后这些金融股跌幅巨大，银行类上市公司的 A 股与 H 股的价格倒挂越来越大，有些已经接近三成。

如何理解这些现象？未来的趋势如何？其中是否蕴含着投资机会？

一、为什么 A 股价格与 H 股价格逐渐接轨？

自有 H 股以来，上市公司的 A 股价格就一直低于对应的 H 股价格，为了衡量这二者之间的平均价格差异，恒生指数公司在 2007 年 7 月 9 日开始发布了 AH 溢价指数，首日报收的点位是 133.24 点，换句话讲，当时的 A 股对 H 股的溢价比例整体上是 33.24%。但至 2010 年 6 月中旬，盘中 AH 股溢价指数一度跌破 100 点，创下有此指数三年来的低点，至 7 月 8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，该指数一直在 100 上下徘徊，这意味着 A 股的平均价格水平已经与 H 股基本接轨。

香港与内地股价的接轨之路共走了 10 年。在 2000 年前后，很多公司的 A 股价格比 H 股价格高 5 倍以上，有些公司的 A 股价格是 H 股价格的 10 倍之多。而且，2005 年之前的内地股市与香港股市的波动基本上没有关系，香港市场与美国股市的联动明显，当时的 A 股是世界上最独立的股市，完全有着自己的波动逻辑，与世界上任何一个国家或地区的股票市场都没有明显的联系。原因并不复杂，2005 年之前的 A 股市场是典型的新兴市场，而且是封闭的市场。总之，2000 年之前，无论是资金还是信息，内地股票市场与香港股票市场之间没有太多的联系。

但 2000 年之后，香港市场与内地 A 股市场之间的相关性越来越强。主要原因可以归结为以下几点：

其一，人民币升值的预期，使国际资本关注 H 股，并推动 H 股价格的上涨。2000 年以后，尤其是 2003 年之后，人民币升值的预期越来越强烈，国际资本对人民币资产兴趣也逐渐增加，在中国资本项目仍然有管制的背景下，H 股和 B 股市场成为国际资本投资人民币资产的合法渠道，而 B 股市场容量非常有限，不适合国际资本的进入，H 股实际上成为国际资本投资人民币资产的唯一渠道。股神巴菲特于 2003 年购买中国石油股票就是国际资本关注 H 股的最具有标志性的事件。国际资本的关注使 H 股价格从 2001 年年底开始一路上涨。H 股指数在 2001 年之前一直在 2000 点上下波动，2001 年年底从 2000 点左右开始快速上升，2003 年年底突破 4000 点。

有意思的是，就在国际资本日渐关注中国的资产的时候，国内 A 股却在 2003 年前后走出了长达 4 年的大熊市，从 2001 年 6 月至 2005 年 6 月，A 股平均价格下跌大约 60%。因此，我们可以清晰地看到，2001—2005 年 A 股逐渐下跌而 H 股一路上涨的现象（见图 2-3）。

其二，内地与香港市场的投资结构出现变化。在 2001 年之后，由于 A 股市场走弱，很多内地的私募机构将投资重点转移到香港市场。越来越多的内地机构将投资的重点转移到香港时，才发现原来自己投资的 A 股价格被严重高估了。当越来越多的国内投资者投资 H 股时，H 股的波动与 A 股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

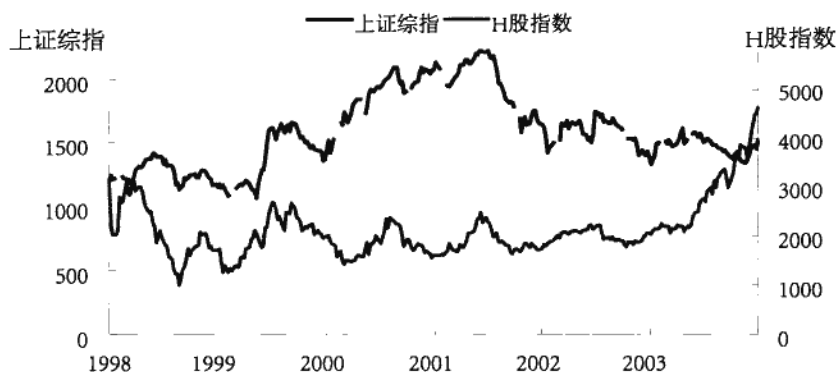


图 2-3 A 股下跌，H 股上涨

的波动必然越来越趋同，当内地的银行信贷放松，会导致香港与内地股票市场都出现上涨，反之，信贷收紧则出现两地股市同时下跌。

其三，熊市的洗礼以及 QFII 的引进对投资者的投资理念产生了很大的影响。2001 年之前，A 股市场通行的盈利模式是“坐庄”，机构或个人利用资金的优势集中持有一家公司的股票，操纵股票的价格，从中渔利。2001 年之后，随着股市的不断下跌，以前“坐庄”的盈利模式难以为继，包括证券公司在内的大小“庄家”纷纷“破产”，“坐庄”的投资理念逐渐被“价值投资”所代替。2003 年之后，随着 QFII 队伍的不断扩大，加速了投资理念的转变。

随着 2003 年之后中国股票市场的各项制度的改革与开放，香港与内地的股价与楼价的差异逐渐缩小。

二、H 股价格高于 A 股价格的逻辑

上面分析可以看出，2001 年之后香港股市的主要投资者实际上有两股力量，内地投资者和国际投资者。内地投资者的行为受国内金融政策的影响较大：当国内的银行信贷政策较松时，内地的投资者获得银行信贷资金的成本较低，其中的部分资金进入香港市场，使香港股票市场的资金也会充裕。另外一股力量来自国际资本，这股力量与全球的资本流动有密切的关系：当美国市场的吸引力增加时，这些资本会从香港市场撤出，香港股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市会下跌；当美国股市没有吸引力，而新兴市场被关注时，香港市场会上涨；当人民币有升值预期时，投资者倾向于购买人民币资产，H 股就会受到追捧。但从总体上看，国际资本对香港股票市场的影响要大于国内资金对香港市场的影响。

2003 年以来，上述两股力量交替发挥作用，使香港股市上涨或下跌。2003—2007 年，人民币升值的预期使国际资本流入香港市场，投资 H 股成为潮流，尤其是 2005 年 7 月之后，中国政府宣布人民币汇率制度改革，人民币升值的预期成为现实，并进一步强化了人民币升值的预期，国际资本加速进入 H 股市场，推动 H 股价格加速上涨，从 2005 年 7 月开始至 2007 年年底，H 股指数上涨了 4 倍，H 股指数从 4000 点涨到 20000 多点。而其间的国内同样出现了流动性过剩，对香港的 H 股价格同样起刺激作用。2008 年年初至 2008 年年底，当次贷危机出现恶化，国际资本开始从香港市场撤出，而国内货币政策却出现紧缩（为了遏制通胀），影响香港股市的国内外两股力量同时对股价形成打击，香港恒生指数从 32000 点直落到 11000 点，下跌幅度超过 60%，H 股指数从 20000 点下跌到 5000 点，幅度超过 70%。

从 2009 年年底开始，国际金融危机的阴影逐渐消失，人民币升值的压力再起，刺激了国际资本回流香港市场，H 股再次受到眷顾。因此，从 2009 年第三季度开始，我们看到了国内 A 股与香港市场的 H 股背离的走势，尤其是 2010 年第二季度表现最明显，从 2010 年 4—6 月，A 股指数下跌了 23%，而香港市场只下跌了 5.2%。这是导致 A 股与 H 股之间的溢价逐渐消失的重要原因。

就在人民币升值的预期作用下香港市场资金日渐充裕的同时，国内 A 股市场却因为信贷政策的变化出现资金紧张。从 2009 年第三季度开始，国内极度宽松的信贷政策宣告结束，这是导致 2009 年 8 月股市出现大跌的最主要原因。但宣传口径并没有因此而改变，市场在贪婪的心理作用下一直存在牛市的幻想。但有经验的投资者发现，自 2009 年 12 月开始，股市的交易量日渐减少，上海股市的月交易量从 2009 年 11 月的 39000 亿元逐渐下降到 2010 年 6 月的 13000 亿元，让不少投资者感到了阵阵寒意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市资金逐渐减少的一个重要原因是从 2009 年年底开始，中国银监会开始着手实施一系列新的银行信贷管理办法，即“三个细则，一个指引”，其目标和效果是切断信贷资金与股市之间的通道。当新的信贷资金不能入市，必然导致已经进入股市的信贷资金逐渐从股市中撤出，股市出现流动性下降。就在信贷资金进入股市的通道被切断之后，新股发行的速度并没有减缓，每天还需要应对大量的限售股的解禁，大小非不断从市场套现。最终使 A 股市场步入了熊市。

三、未来股市的推测：A 股与 H 股逐渐接轨

从上述分析看，A 股与 H 股接轨是大趋势，但影响这两个市场的因素在不同的时点上是不一样的，这就必然使 A 股与 H 股之间的溢价处在波动中。

从短期波动看，A 股与 H 股溢价的倒挂有利于蓝筹股的回稳。只要人民币升值的预期存在，则国际资本对 H 股的兴趣就不会降低，则 H 股的价格就比较坚挺。H 股的价格必然对 A 股有牵引的作用，AH 溢价不可能无限扩大。因此，价差最大的金融股应该有机会，这些板块适合稳健的投资者买入，其特点是风险小，而收益相对稳定。

但如果人民币升值预期降低或消失，则 H 股与 A 股之间的价差会消失，不利于 A 股的底部确立。

如果人民币出现贬值的预期，则国际资本会逐渐从 H 股撤出，从 2001 年以来的 H 股牛市将结束，A 股也同时会迎来时间较长的熊市考验。

总之，A 股与 H 股之间的联系将日益加深，从一个市场的动向就可以推测另外一个市场的趋势。将两个市场联系起来分析会得到更多的启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计分析法：从金融数据看熊牛交替规律[①]

股票市场的潮起潮落主要是资金流动的变化引起的，如果进入股市的资金逐渐增加（即资金的边际增加值为正），则股市逐渐活跃，股价会逐渐上涨；如果进入股市的资金逐渐减少（即资金的边际增加值为负），则股市人气会逐渐衰落，股价会逐渐下跌。而进入股市的资金与银行的资金又是直接相关的，因此，分析银行的统计数据就可以看出进入股市的资金流动情况。笔者根据自己的观察，总结了一些通过分析金融统计数据来判断股市行情的经验和方法。

一、M1、M2 的数据变化有很多玄机

从最近十多年的历史看，每当 M1 比 M2 低时，尤其是二者差距超过 5 个点时，股市就会见底，一轮新的牛市将会拉开序幕；而 M1 比 M2 高 5 个百分点时，牛市行情会结束，熊市会到来。

例如，1994 年和 1995 年，M1 的增长速度明显放缓，使 M1 和 M2 的差距开始拉大，1994 年和 1995 年 M2 比 M1 分别快 7.7 个百分点和 12.8 个百分点。为 1996 年之后的大牛市创造了必要的条件。在 1999 年“5·19 行情”之前，M1 和 M2 同样出现了这样的背离走势，最大差距达到 6 个百分点。有人认为“5·19 行情”是人造牛市，没有参考价值。这样的看法是片面的，如果没有宽松的资金支持，再大的本事也造不出牛市。

2007 年的牛市行情是 2005 年年底开始启动的，笔者当时曾经撰文指出《M1、M2 的异动透露牛市曙光》。从 2006 年 1 月初央行公布的 2005 年度的金融统计数据看，我国的货币供应量 M1 和 M2 出现了明显的“异动”：到 2005 年 12 月末，广义货币供应量（M2）余额为 29.88 万亿元，同比增长 17.57%，增幅比上年末高 2.94 个百分点；而狭义货币供应量

① 本节原文写于 2007 年 12 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（M1）余额为10.73万亿元，同比增长11.78%，增幅比上年末低1.8个百分点。笔者当时指出："这二者之间的差异隐含着丰富的经济信息，这些信息对于我们把握宏观经济走势以及分析金融市场的趋势（包括股票市场）具有重要意义。"历史再次验证了我的判断。

为什么M1比M2低时会产生新的牛市？

从统计内容看，M2和M1的差异主要是M1不包括储蓄存款和企业定期存款，因此，M2和M1的"异动"应该是由储蓄存款和企业定期存款的"异动"引起的。例如：2005年的企业定期存款增加迅速，年末的余额是33099.99亿元人民币，同比增长30.41%，在各项银行负债中增长速度最快。不仅企业的定期存款增长迅速，居民的定期储蓄存款也出现加速增长的态势，储蓄存款的年终余额是143278.27亿元人民币，同比增长17.98%，其中定期存款增加16257.64亿元人民币，占新增储蓄存款的68.5%，该比例比2004年增加了8个百分点。

企业和居民将更多的资金选择定期的形式存在银行，主要有两种可能。第一种可能是，定期存款的增长速度加快说明微观的盈利能力下降，多余的资金开始从实体经济循环中沉淀下来，货币的流通速度开始放慢，经济景气下降。第二种可能是，货币供给量大量增加，实体经济不需要那么多的货币，于是多余的货币暂时沉淀下来。

从历史经验看，1996—1997年行情和2001年前后的M1增长速度超过M2是属于第一种情况，而2005年以来出现的M1增长速度超过M2的现象可能是属于第二种情况。

但从国外的经验看，股市与实体经济（尤其与房地产市场）一般呈现正相关关系，即房地产市场繁荣，股市上涨。从理论上说，这是一种正常的相关关系，说明股票市场是比较有效率的，股市反映了实际经济的波动。那么，为什么中国的股票市场与房地产市场的波动方向是相反的？笔者认为，其根本原因可能有两点，一是中国的股票市场相对于实体经济而言一直比较小，股市流通市值占GDP的比重在2005年之前只有10%左右，因此，股市与经济的相关性不大；二是中国的股市一直是新兴市场，投机气氛浓厚，是一个资金推动型的投机市场，总之，我国的股市与实体经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是脱节的。因此，股市是否上涨取决于资金的意愿，而不是实体经济的好坏（这样的情况在2007年之后可能会出现重大转变）。

当股市活跃之后，老百姓将储蓄资金投资到股市中去，储蓄资金便成了企业存款，表现为M1增长速度不断增加。但经验数据表明，当M1超过22%之后，持续的时间一般不会太长（最长的是2001年上半年，持续了5个月）。这可能意味着后续的储蓄资金转化为股市投资资金的动力耗尽了。

二、存款下降可能是行情及见顶的信号

在我国2000—2006年的6年里（1999年之前缺乏统计数据），按照月份计算，存款减少的只有4个月，第一次出现是2000年的7月，当月各项存款总额比上月减少了288亿元，主要是企业存款变动引起的，企业存款减少500亿元；第二次是2000年10月，当月存款总额减少98亿元，其中企业存款减少538亿元；第三次是2001年5月，各项存款总额比上月减少了509亿元，其中企业存款减少了646亿元，居民储蓄存款减少225亿元；第四次是2001年7月份，各项存款总额减少了1490亿元，其中企业存款比上月减少了2087亿元。

从上述四次存款减少的案例中，我们不难得出这样几个有意思的结论：第一，每次存款减少都对应着股票市场上重要的点位或阶段，例如，上证综合指数是2000年7月超越2000点的，同样，2001年6月创造了2245点的“新”历史纪录。第二，存款减少的情况是成对出现的，第一次存款减少和第二次存款减少出现的时间相隔2个月，第三次和第四次只相隔1个月。第三个规律是，存款减少可能是股票市场见顶的标志。另外，这四次存款减少都主要是由企业存款减少导致的，其中的缘由可能是那时的股票市场投资者主要是私募基金，个人投资者所占的资金比例较低。

在上述规律中，第三条规律最引人注意，把存款减少作为股票行情结束的标志是否正确需要我们进一步分析和讨论，但笔者认为存款减少和行情见顶之间的确存在内在的联系。因为决定行情的是边际增量资金，存款减少意味着边际增量资金会减少，尤其是存款的大幅度减少更意味着后续的增量资金不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人民银行公布的2007年10月金融数据显示，人民币存款当月下降4498亿元，同比多降6020亿元（去年同期增加1523亿元）。从分部门情况看：居民户存款下降5062亿元，同比多降5052亿元；非金融性公司存款下降1947亿元，同比多降1436亿元；财政存款增加2093亿元，同比少增22亿元。

2007年我国银行存款出现了6次减少，分别是2007年4、5、7、8、9、10月，其中4月减少1674亿元，5月减少2859亿元，变化比较大，而7、8、9三个月减少的幅度很小，分别只有82亿元、384亿元和100亿元，变化最剧烈的是10月，人民币存款当月下降4498亿元。按照上述分析推理，2007年4、5月份应该是边际增量资金出现了一个峰值，应该是行情见顶的信号，事实上2007年5月30号之后，股市的确出现了大幅度的调整。但问题的复杂性在于，“5·30”之后，股市不仅没有出现持续的下跌，而且创出了新高，如何解释？2007年7、8、9三个月存款依然出现减少，说明储蓄资金还是大量地向股票市场流动，但和2007年4、5月相比并没有出现边际上的增量资金，这说明大部分股票价格无法创新高，但少数大盘指标股却大幅度上涨使指数不断创新高，这是很特殊的情况，应该和预期中的股指期货有关。但不管情况如何特殊，2007年10月的巨量存款减少可能意味着行情将难以再创新高！除非银行存款有更大规模的减少，从目前的情况看，这样的可能性在可以预见的一年内几乎为零。

三、重要的结论：本轮行情可能已经结束

假如上述经验还有效的话，那么当前的股市行情可能已经接近尾声了，因为M1已经在20%之上持续了数月时间，估计储蓄搬家的情况即将减缓，股市的持续上涨已经难以为继。10月银行存款减少的4498亿元和上证综合指数的6124点将一起成为一个新的历史纪录。

后记：2008年10月，股市跌到了1700点附近，有朋友提醒我，广义货币供应量M2与狭义货币供应量M1的增长速度之间又出现了超过5个点的缺口。而随后股市出现了大幅度的上涨，至2009年8月，上证综合指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨到了3400多点，涨幅为100%。经过这几次的反复印证，通过M2与M1的“剪刀差”来判断股市的方法开始在市场流行起来，2010年有券商的报告直接引用笔者的方法对市场进行预测，当时的M2与M1的缺口一度超过10个点，于是，有人开始预言新的牛市很快来临。而实际情况正好相反，原因并不复杂，因为随着理财产品的泛滥，中国的货币统计数据的前后口径已经发生巨大变化，不能简单地套用该方法来预测股市了。笔者再强调一次，这是一种经验判断，不是严格的理论推导，切忌生搬硬套。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　中国特色股市波动的国内因素

估值因素：股票估值体系正在发生巨变

2011 年第四季度，股票指数跌到 2400 点以下，对应的蓝筹股估值水平约 15 倍市盈率，银行股的估值水平更低，平均约 7 倍市盈率。不少人认为，当前的估值水平与 2005 年的 1000 点及 2008 年的 1600 点接近，股票价格应该接近底部。但笔者以为，当前的股票市场估值体系已经发生了巨大的变化，而且还不断地在变化，如果简单地把现在的估值水平与历史上的某个时点进行比较会导致投资失败。

一、流通规模的迅速扩大使投机难以继续

为了分析流通市值与股票估值之间的关系，我们先从基金的定价开始说起。

如果将时间拉回到 2000 年前后，当时对基金的市场定价曾经出现过激烈的争论，和时下关于股票定价的争论有十分相似之处。1998 年之前，我国基金规模都很小，而且都是封闭式基金，最大的只有 5 亿元的规模，小的只有 2000 万元左右。在此期间，基金的市场定价一直在其净资产的 2 倍以上，价高的时候为净资产的 5 倍左右。但从 1998 年开始，监管部门对基金市场进行规范和整顿，清理整顿后封闭式基金的总规模及单只基金的规模都迅速扩大，新设立的封闭式基金规模都在 20 亿元以上。在新基金开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现时，市场对它的定价还是延续从前的方式，清理整顿后发行的第一批封闭式基金是南方基金旗下的开元基金和国泰基金旗下的金泰基金，这两只封闭式基金的规模都是20亿份。这两只基金进入市场后的一年左右的时间里，它们在市场的价格一直在2元左右，约是净值的2倍。但随着新设立的基金规模的迅速扩大，基金的定价开始不断向下调整，当开放式基金迅速登场之后，封闭式基金的定价由之前的大幅度溢价变为大幅度折价。从此以后，封闭式基金的交易价格从未超过其净资产。

为什么封闭式基金的定价由以前的大幅度溢价变为大幅度折价？2000年前的溢价理由很多（和目前大家罗列的股价高溢价的理由类似），但2000年之后封闭式基金由溢价逐渐变为折价的理由只有一条，就是基金的规模迅速扩大了，基金的总规模从2000年前的几十亿元迅速增加到数千亿元以上。当基金规模迅速扩大之后，以前的“炒作”方式开始失效，高溢价的各种说辞都变得苍白无力，封闭式基金的定价终于和国际市场进行了接轨，市场的力量开始真正发挥作用（在国际资本市场，封闭式基金一直处在折价交易状态）。

在上述基金定价的演变过程中我们是否可以得出这样的启示：A股高溢价的种种理由可能因为股市流通市值规模的迅速扩大而不再成立！

2005年开始的全流通改革使中国的股票流通容量迅速增加，占市值总量达2/3的非流通股逐渐变成了流通股，这种变化对投资尤其是机构投资者的冲击是巨大的。对于机构投资者来说，在选择股票时会将该股票的“大小非”的数量作为重点考察的因素之一，即使是公司经营状况很好且股票估值较低，如果该公司的“大小非”数量较大且分散（这样的股权结构，大小非的减持的可能性较大），基金经理一般都不敢轻易碰。

2010年以来的市场运行状况表明，股票流通市值的迅速扩张已经开始影响到股票市场的估值与定价，一个直接表现就是股票锁定期满前后，很多股价会出现明显的向下修正，而且大小非规模和比例越高的公司股价修正的幅度越大。在过去的几年中，股票流通市值增加了十几万亿元，每年增加约3万亿元。尽管其中有很多已经获得流通权的股票并未到市场上流通，但逐渐增加的减持公告提示我们，股市套现的压力是巨大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、股票指数期货市场的建立改变了股市生态

股票指数期货市场的建立是改变中国股市估值体系的又一重要因素。在股指期货市场建立之前，中国股市没有真正的“空头”，无论是机构还是散户，只有做多才能赚钱。另外，我国股市一直是散户占绝对多数，散户投资者的一个重要特点是低于成本价就不卖，于是，投资者的持有股票的成本越来越高，股票的估值水平也就越来越高。在这种状态和环境下“庄家”最容易赚钱，操纵股票价格成为那个时代的最主要的注释。除了因坐庄而覆灭的新疆德隆以外，已经从江湖中消失，但曾经辉煌的机构还有万国证券、君安证券、中经开、南方证券等，它们是那个时代的象征。这是2000年中国股票市场的生态环境。

2000年之后，尤其是2005年之后，随着基金等机构投资者队伍的迅速扩大，股市的生态环境出现了重大变化，当基金成为新的“庄家”的同时，它们也成了“庄家”的天敌，尤其让市场感到头痛的是基金可以以低于成本价格甩卖股票，因此，有人总结认为“市场的底部一定是基金砸出来的”，基金的行为无疑对之前的股票市场的固有规则形成了不小的冲击，“庄家”基本退出了蓝筹股，蓝筹股成为基金竞逐的场所。于是，蓝筹股的估值不再由庄家操纵决定，开始由基金等机构投资者通过更加市场化的途径来决定。

股指期货市场建立之后，基金的投资理性行为多了一条实现的途径，当判断市场估值偏高时，可以反手做空，市场的游戏规则发生了很大的变化。从股指期货市场运行一年多的实践看，现货往往跟在期货后面，尤其是行情发生转折时，期货有很好的指示作用。这说明，股指期货对股市的估值体系正在发生重要影响。随着股指期货市场的规则及交易范围的完善，其对估值体系的作用会越来越大。

三、中小板和创业板的高估值是暂时现象

当然，市场的表现是丰富多彩的，不可能按照简单的逻辑演进。2009年之后，当蓝筹股市值越来越大后，投机资本逐渐远离市值大的股票，却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择了流通规模小的板块或行业来投机炒作。也就是说，股票市场的估值出现了结构性的分化。从统计分析的结果看存在以下几个明显的特点：①按照行业划分的股票板块看，权重越大的板块，估值水平越低；②按照市场划分的板块看，主板市场的估值水平最低，中小板其次，创业板的估值最高，即估值与市场的总流通市值呈反比；③在同一个行业板块中，市值小的股票估值高，估值与单只股票的流通市场呈反比。

2010 年年底，中小板指数超越 2007 年高位，创历史新高，平均市盈率 45 倍；而创业板的估值水平就更加离谱，IPO 发行价一直处在 50 倍以上。出现了所谓的结构性“牛市”。但笔者认为，小市值股票的高估值只是我国股票市场发展过程中的一个阶段性现象，随着这些股票的大小非解禁数量和减持数量的增加，炒作的难度会迅速增加，如果加上市场流动性的减少，小市值股票的估值水平回归是迟早的事情。市场上出现了“全民 PE 现象”意味着高估值的股票后面已经有数不清的“人民群众”在等待获利套现。

总之，股票市场的估值体系正在发生变化，蓝筹股的估值变化过程可能已经基本完成，小市值的股票的估值蜕变可能才刚刚开始，市场的真正风险就在这些高估值的中小板、创业板及主板市场的众多的垃圾股中。

利率因素：利率及存款准备金对股市的影响

一、利率对股市的影响

我国的货币政策工具主要有利率、公开市场操作、信贷政策和存款准备金率等，在这些工具中，后三个都是数量工具，主要用于调节货币供应量，唯有利率是价格工具，也是威力最大的货币政策工具，在控制物价方面作用显著。在我国的货币政策操作实践中，利率是最常用的工具。然而，当前 CPI 不断出现超预期上涨，政府不惜动用临时价格干预政策，却迟迟没有采纳大幅度提高利率的方式来控制物价。之所以如此，主要有以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下三个方面的考虑：一是欧、美、日等发达经济体仍然处在衰退之中，中国利率提高会刺激境外资金套利。二是大规模的地方政府融资，利率的大幅度提高会导致中国的地方政府债务危机。当前保守估计约有10万亿的地方政府融资，若利率提高1%，则每年政府财政还款将增加1000亿元。提高利率会严重抑制地方政府投资冲动，不利于保持经济快速增长。三是快速增长的按揭贷款。我国按揭贷款数额巨大，利率提高会大大提高居民还款负担，在物价快速上涨，居民收入快速缩水的情况下，按揭还款支出如果快速增长不利于社会的稳定。

在此，笔者着重分析一下第三个因素对提高利率的影响，即按揭贷款对提高利率的制约。

在2000年之前的20年中，我国有明显的两次物价上涨和利率调整周期，第一次是1988年前后，第二次是1994年前后，在这两次利率调整周期中，尽管银行受到了冲击，但与住房市场（尤其是住房抵押贷款市场）关系不大，因为在1998年房改之前，我国的住房抵押贷款余额很少，到1997年余额只有200亿元。对一般老百姓而言，利率的提高还意味着利息收入增加，对增加收入有好处。但个人住房抵押贷款在1998年后迅速增加，到2009年末余额增加到5万多亿元以上，如果加上房地产开发贷款，与房地产有关的贷款余额已经接近10万亿。

当房地产与金融之间的有机联系越来越密切的时候，房地产对利率工具的敏感性将空前提高，利率提高对老百姓的生活影响也越来越大，利率提高不仅意味着存款者的收入增加，还意味着贷款者负担的加重。

需要指出的是，在2000年以来的经济上升周期中，物价一直保持较低的水平，利率从1997年后也基本上处在下调周期中，我们还没有体会过利率上升对房地产市场的冲击，包括银行在内的所有参与者都分享着住房抵押贷款迅速增加所带来的美好时光。假如通货膨胀光临中国，我们将贷款利率提高到10%以上（上一轮通货膨胀时期的贷款利率最高为15.3%）将出现什么后果？

首先是出现大量的违约事件，因为在高通货膨胀时期往往伴随着经济衰退，人们实际收入减少，失业大量增加，而利率的提高又使每月还款数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量迅速增加，很多人会还不起贷款。其次是住房市场陷入停滞，如此高的利率将阻止新增的住房抵押贷款。第三是房地产投资大幅度减少，使钢铁、建材、建筑、有色金属等与房地产密切相关的行业出现衰退。

其结果是显而易见的，银行盈利大幅度减少，银行股价下跌，社会财富大幅度缩水，整个金融市场将陷入混乱。如果将住房抵押贷款的资产证券化产品及其衍生产品市场考虑进去，后果将更加严重，这与当前美国金融市场的情景没有什么不同。

事情还远不止这么简单，当很多人失去住房时，它将演变成一个巨大的社会危机。我国自 1998 年住房制度改革以来，住房建设方面取得了巨大的成就，住房紧张的问题基本上得到解决。但随着住房价格的大幅度上涨，越来越多的人买不起住房，住房分配问题已经成为当前最严重的社会问题之一，在此背景下，如果利率大幅度提高，势必将激化业已存在的社会矛盾。

可见，当住房抵押贷款规模已经足够大的时候，它将成为利率政策的桎梏，当通货膨胀来临时，我们将不能像从前那样自如地使用利率工具，或者说，我们使用利率工具时将付出更高的成本。

那么，如何化解上述矛盾？建立政策性住房金融体系或许是比较好的出路。

在国际视野中，德国住房金融方面的经验值得我们学习。德国的“合同储蓄”住房金融模式，以及房贷的固定利率机制，不仅起到了稳定房价的作用，而且使货币政策对住房金融的影响较小。与住房抵押贷款模式或公积金模式不同，德国实行“先存后贷”的合同储蓄模式。这种房贷的实质是“合作”而非赢利，合同储蓄大约占到德国房贷总额一半左右，另外 20% 家庭储蓄，仅有三成住房贷款来自于商业贷款。德国所有房贷（包括合同储蓄和商业贷款）都实行固定利率制，储蓄房贷利率低于市场利率且固定不变，商业贷款固定利率期限平均为 11 年半。这种长期的房贷利率周期，几乎可以抗衡任何金融市场的波动，对房贷市场起着稳定器的作用。与德国形成鲜明对比的是，在采取浮动房贷利率制的国家，无论是欧盟内英国、西班牙和爱尔兰等，还是美国，近年来房价都随利率波动出现了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨大跌的现象。

我国自改革开放以来，金融改革一直处在探索阶段，但主导思想是市场化、商业化，用市场化的主导思想来指导我国的金融改革无疑是正确的方向，但如果因此而忽视或否定政策性金融的作用就可能会出问题。在我国的住房金融领域，至今没有政策性金融机构产生，住房公积金类似于政策性金融机构，但却给它的定位是事业单位。住房担保和保险还没有起步，现有的住房担保机构还存在诸多问题，难以起到减少和分散住房金融风险的作用。建立全国性的、政策性住房担保机构已经刻不容缓。

二、降息与降准后的股市出现惊人的巧合

人民银行在2012年6月7日晚上7点公布降低存贷款利率0.25个百分点，于是，股票市场对2012年6月8日的走势相当期待，很多市场人士将之视作“重大利好”，是“货币政策转向的标志”等等。而市场的运行结果并不如人意，股市高开14个点后就一路下行，收市反而比上一个交易日下跌了12点，从K线图上看，形成了较大的阴线，相当难看。

巧合的是，2012年5月14日即人民银行公布存款准备金率（存准率）下调之后的首日股市走势与今天的走势几乎完全一样，只是2012年6月8日的上证综合指数（无论是开盘指数还是收市指数）比2012年5月14日少了100个点而已。

更巧合的是，降低存准率的时间与降息的时间都对应着股市的破位：在股市破2400点时，存准率下调；股市跌破2300点后出现降息的消息。笔者认为，这应该不是偶然的巧合，这说明我国的货币政策其实早已关注包括股市在内的资产价格的动向。

无论是降低存款准备金率还是降息，都应该利好股市，但股市却不涨反跌，其中的原因主要有以下三点：

第一，当时的大环境不支持股市上涨。自2011年下半年以来，欧债危机有加剧的趋势，在这种背景下，全球金融市场的去杠杆化迹象十分明显，国际资本开始回流发达经济体，包括中国在内的新兴市场国家出现了明显的资本外流的趋势。从统计数据看，2012年5月，印度、巴西等国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股市下跌了10%以上，对应的是资本外流和本币的大幅度贬值。中国的人民币尽管只出现了小幅度的贬值，但资本外逃的趋势已经出现，2012年5月外汇占款下降了600多亿人民币。国际资本流动的大背景对国内金融形成了较大的影响。

第二，国内经济出现明显的下行趋势，上市公司的盈利能力明显下滑。2012年4月的宏观经济数据已经表明，中国的经济增长出现加速下滑的趋势，上市公司的盈利大幅度下降。如果以去年的数据或今年第一季度的数据来分析的话，现在的股票市场估值水平的确已经很低，但如果上市公司的盈利能力出现明显的恶化，估值水平就不见得低了。

笔者对未来的中国上市公司的盈利前景深表担忧，因为十年来中国经济依靠出口扩张推动货币扩张，从而推动信贷扩张与投资扩张的经济增长模式已经走到尽头，在全球经济下行的背景下，中国工业的产能过剩问题将十分突出，出现较严重的通货紧缩现象应该是在预期之中的，断言“股市底部”的言论是不负责任的。

很多人也看到了经济下行对上市公司盈利能力的挑战，但他们寄希望于政策的作用。笔者认为，综合分析国际与国内的多重因素，再次出现“4万亿投资”的概率是很小的。将希望寄托在政策上，对于股市投资者来说是相当危险的事情。

第三，无论是降息还是降准，都是市场预期之内的事情。2012年4月的经济数据出台之后，市场就预期货币政策的调整，债券市场的持续上涨对此已经作了很好的诠释。对于股市而言，只有超预期的利好才能产生刺激作用，预期之内的事情出现之后容易出现“利好兑现出货”的效应。

汇率因素：人民币升值必然会刺激股票价格上涨①

最近一段时间，金融市场领域最引人注目的现象是人民币的快速升值

① 本节原文写于2007年1月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及股票的大幅度上涨，更有意思的是，股票市场从 2001 年 6 月一直不断下跌，但自人民币汇率改革之后，股市便不断上涨，在汇率改革的当天（2005 年 7 月 21 日），股市的指数是 1014 点，而宣布人民币汇率改革的第二天，股指即大涨 2.5%。截至 2006 年 12 月 13 日，股票指数已经上涨了 120%。因此，我们可以很直观地看出，是由于人民币的快速升值导致了股市的不断上涨。

早在 2004 年，笔者曾经在《中国证券报》上发表文章，分析人民币升值预期对股票市场的影响，结论主要有两点，一是人民币升值预期将导致 H 股牛市，二是人民币升值预期将会导致国内货币投放大量增加，刺激国内资产市场的价格上涨。总之，是人民币升值的预期将对股票市场产生利好刺激。纵观市场的风云变幻，从总体来看，市场的走势与我当时的分析基本吻合，但也有一些变化是笔者没有预料到的，对这些预料之外的情况进行分析有利于我们把握股市未来的发展方向。

一、人民币升值预期导致 H 股牛市

当国际游资预期人民币升值时，会想方设法购买人民币或人民币资产。因为目前人民币还不是可自由兑换的货币，购买人民币还存在一定的困难。（但可以通过地下渠道来进行，2002 年，我国国际收支平衡表中的“错误与遗漏”项目出现了 77.9 亿美元的顺差，2003 年上半年，“错误与遗漏”项目的顺差达到近 300 亿美元，这些就是通过地下渠道购买人民币的国外资金。）但购买人民币资产相对容易得多，H 股市场就是最便捷的渠道。H 股是以美元或港币标价的人民币资产，当人民币升值时，以美元或港币标价的 H 股的价格也应该升值。比如，2005 年 7 月 20 日某 H 股现在的股价为 1 美元（折换为 8.2 人民币），该公司每股税后净收益为 1/8.2 =0.12 美元（折换为 1 元人民币），市盈率为 8.2 倍。假设当人民币升值为 1 元人民币 = 1/5 美元时，该公司的每股收益仍然为 1 元人民币，但折换成美元变成了 0.2 美元，假设市盈率不变的话，该公司的股价应该为 0.2× 8.2 = 1.64 美元，比目前的股价上涨了 64%，但本益比仍然没有变化。这里的核心问题就是 H 股代表的是人民币资产，人民币升值就意味着 H 股的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增值。

从静态的假设来分析，H 股上涨的幅度应该等于人民币预期升值的幅度，但预期是不确定的，没有人能说清两种货币之间的均衡比价关系。即使未来的某个时间中国将人民币的汇率进行了调整，市场的预期也不会消失。1985 年前后的日元升值就是一个先例，日元和美元之间的比价从 360∶1—直上涨到 100∶1 左右。经验表明，当一种货币成为世界金融的热点的时候，一定会吸引大量的国际游资来炒作，使市场发生大幅度波动。尽管我国的人民币还不能自由兑换，我国的资本项目还没有放开，但实际上境内外的资本管道是在逐渐连通，从资本市场来说，H 股、B 股、A 股市场的 QFII 等都是连接境内外的管道，从外汇市场来说，沿海一带发达的地下外汇市场已经成为我国正规外汇市场的重要“补充”，从每年我国国际收支平衡表中的“错误与遗漏”项目的巨额赤字或顺差中，我们就可以看出地下外汇市场的活动频率和强度。

目前，人民币的升值预期已经形成，尽管从 2005 年 7 月 21 日起国家已经开始了人民币汇率形成机制的改革，但从目前的情况看，在未来相当长的时间里，这种人民币预期可能都会一直存在。因为，在任何金融市场中，当一个价格趋势形成之后，就很难逆转，除非遇到外界强有力的冲击，才会使这种趋势发生改变。不论是股市还是汇市、金市，莫不如此。目前，人民币的升值预期已经形成，H 股的上涨趋势也已经形成，我们可以断言，H 股的牛市仍将继续。

当 H 股在 2002 年悄然启动时，投资大师巴菲特敏感地捕捉到了其中的重大机会所在，但国内关于当时 H 股上涨的原因归结为中国经济的高速增长、价值发现等等，这些分析基本上都没有把握到问题的关键。外国游资在香港股市整体低迷的背景下逆市炒作 H 股的真正奥妙就在人民币的升值预期。

在上述预期的作用下，国际资本已经云集香港。我们看到，国内几家银行在香港股票市场发行上市时，竟然出现“抢购”的情形！不仅招商银行如此，超级大盘股——工商银行股票的发行也如此，而工商银行是迄今全世界最大的 IPO 项目，这的确是香港及内地股票市场的奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、人民币升值预期下的 A 股投资机会

人民币的升值将对 A 股有很大的影响，但作用的机理和影响的路径与 H 股不相同。

1. 从总体来看，人民币升值预期将对 A 股市场形成利好，股票市场的发展将迎来更宽松的资金环境。

当出现人民币升值预期后，我国的货币政策操作陷入了两难境地：一方面要不断买进外汇，投放基础货币，使通货膨胀的压力越来越大；而另一方面，人民币利率必须跟着美元利率走，如果人民币的利率高于美元利率就会引发更多的外汇流入，使人民币的升值预期更为强烈。最近 1 年多时间里，美联储多次上调利率，但中国的利率只上调了两次，而且最近的一次利率调整只上调了贷款利率。可见，中国的利率政策在很大程度上受制于美国的利率政策。

从运行趋势看，美国楼市价格和石油价格的快速上涨使美联储意识到通货膨胀压力的增加，迫使美联储自 2004 年之后收紧货币，美国的多次加息，给中国的货币政策操作提供了一定空间。但好景不长，自 2007 年 6 月以后，美国楼市已经出现了明显的降温景象，美联储为了防止楼市出现“硬着陆”，加上国际油价的大幅度回落，美国通货膨胀的压力骤减，美联储收缩货币的步伐出现暂停的迹象。既然美国的货币政策操作出现中途停滞，中国通过货币政策来加强和改善宏观调控的手段就难以实施，不得不通过汇率的调整来改善内外经济的失衡状态。我们已经看到，自 2007 年 8 月底美国停止加息后，人民币汇率的升值速度在加快。但只要人民币升值的幅度小于国际市场预期的幅度，中国宽松的货币形势就不会从根本上发生改变，这对于中国楼市及股市者来说就是利好。

上述情况和 20 年前的日本有很多相似之处。1985 年，日本接受了“广场协议”，日元大幅度升值，1985 年 9 月，日元对美元的汇率为 240 :1，1987 年 12 月升到 120:1，升值一倍。由于受日元升值的影响，1986 年日本经济增长放慢，当时西方国家的经济由于石油价格下跌和电子信息产业兴起，正处于复苏走向高涨时期，1985—1990 年，主要西方国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 GDP 增长速度都在 3% 以上，而此时的日本制造业却出现了停滞，日本政府为了减少日元升值带来的经济压力，同时缓解日元升值预期，采取了扩张性的财政政策和货币政策，主要措施是增加财政开支和大幅度降低利率，使货币供给快速增加。当时的日元升值使得进口商品的价格下跌，带动了一般消费品价格的走低，多余的货币大量进入了资产领域，主要是股票和房地产。1987—1989 年，消费物价指数上涨了 3.1%，而城市地价上涨了 102.6%，同期股价上涨 94%。

2. 汇率的幻觉导致 A 股跟着 H 股上涨

在 2007 年的股票市场，让机构投资者大跌眼镜的事情有好几件，其中之一是银行股的行情。银行业一直被认为是一个可以精确估值，且有境外标准参照的行业。国内机构投资者一直不看好银行股，当中国银行上市的消息公布时，上海 A 股市场指数曾经一天大跌 5% 以上，就在工商银行上市之前，A 股市场同样是十分谨慎。但就在 A 股市场小心翼翼的时候，巨额国际资金却早已在香港市场设下埋伏，对中国的银行业股票表现出了极大的投资热情，在工商银行上市之后就上演了两家银行 H 股（工商银行 H 股和招商银行 H 股）领涨两地股市大盘的好戏。

当时的市场表现，可以肯定地说是 H 股带领 A 股市场。当招商银行的 A 股为 10 元左右时，它的 H 股上市的第一天就站在 12 港元之上；当工商银行的 A 股首日定价在 3.26 元时，H 股却定价在 3.46 港元。随后是 H 股不断上涨，而 A 股紧随其后。

港股的表现令国内投资者大惑不解，是境外市场变化无常或发生错误，还是我们没有把人家的估值理论真正学懂、学透？

笔者以为，香港市场对国内银行类 H 股的估值的确发生了较大的变化，导致国际投资者对国内银行股价值重估的原因是人民币升值，但国内 A 股市场追逐银行股的原因在很大程度上仅仅是因为 H 股的上涨，是“汇率幻觉”在起作用。

之所以成为“汇率幻觉”，是因为在我们的心中有两个既定的假设：人民币一直比港币币值低，H 股的估值比 A 股合理。因此，当 H 股的价格高于 A 股时，我们会怀疑 A 股的估值水平是否偏低。当人民币逐渐升值之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，很多投资者忽视了汇率的变化，这种“汇率幻觉”与人民币与港币之间的币值十分接近有关。假设未来的某个时点人民币与港币的币值比超过一定的限度（比如为1:0.7），则“汇率幻觉”可能就会消失。

3. 主要行业的投资机会分析

从上述分析我们可以看出，首选的行业就是房地产业。其次是航空及其他服务业，因为人民币的升值使航空业中的飞机租赁成本大幅度下降，盈利会上升。这里，我着重分析人民币升值对地产行业估值的影响。

人民币升值是国际资本流向中国的结果和原因，当资本向一个国家和地区积聚时，必然会导致该国家和地区物价的上升。在中国经济已经高度国际化的背景下，可贸易商品的价格已经由国际市场决定，因此，中国的货币过多只反映到不可贸易的商品上和股票市场上，不可贸易的商品主要有两类：一类是不动产，即土地和房产；二是劳动力。在中国，劳动力几乎是可以无限供给的资源，劳动力的价格上涨受到了约束，不动产价格和股票价格的上涨成为中国在货币供给过度的情况下的最主要特征。

日本股市在20世纪的大牛市中，表现最抢眼的同样是金融、地产类公司。在2005—2006年，日本股市重拾升势，值得关注的板块仍属于经历10余年休息之后准备再展身手的金融、地产等行业。香港股市和台湾股市中地产类股票都曾经独领风骚。

而2007年之前的10年中，美国股市中表现最抢眼的股票是房屋建造类股（即房地产类公司股票），在低利率、税务优惠与建筑材料价格调高的背景下，该类股票高涨近6倍。

在流动性过剩的情况下，老百姓倾向于购买不动产与东方文化和消费偏好有直接关系。在儒家文化的影响下，东南亚、日本、韩国、中国香港、中国台湾地区等地的居民有强烈的“家”意识，而住房是“家”的有形载体，因此，这些国家的老百姓普遍有购买不动产的偏好，这种偏好和这些国家的高储蓄率是一脉相承的。在政府的住房保障制度不健全的情况下，购买不动产的偏好被进一步强化，住房几乎吸收了全社会所有的财富，换句话说，房地产行业几乎掠夺了国民所有的财富（笔者一直建议中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国应该像执行计划生育政策一样来抓住房市场的工作，否则，房地产市场的发展会使一般老百姓的买房越来越难)。

表 3-1 2007 年之前 10 年美国股票市场表现最好与最差前五名类股

最好前五名类股	平均涨幅（%）
房屋建造	575.6
赌场及游戏	509.4
农产品	372.8
原油及天然气	356.2
生化	338.6
最差前五名类股	**平均跌幅（%）**
应用软件	-74.1
影像照片	-66.1
轮胎橡胶	-64.0
信息科技服务	-47.4
汽车制造	-36.5

中国的经济高速增长、人口的城市化、住房制度改革和住房保障制度的缺乏以及汇率的改革等因素交织在一起，房地产行业成为中国社会财富的再分配场所。毫无疑问，地产类公司是最赚钱的行业，在未来相当长的时间里很可能还是最赚钱的行业，地产类上市公司的股票一定会演绎出比上述国家和地区股票市场地产类股票更精彩的财富故事。万科已经充分展示了地产类公司的魅力，该公司的股票在 2001—2005 年熊市期间上涨了数倍。我相信，2007 年之后的 5—10 年中，中国的上市公司中还会有比万科等更优秀的房地产类公司出现。

但需要注意的是，并不是所有的房地产类公司的股票都值得投资，更不是所有的房地产类公司的股票都需要价值重估。笔者认为，有两类地产类公司最值得关注：一是拥有大量存量土地或房产的公司，二是在房地产行业有丰富阅历和经验的公司。对第一类公司进行价值重估的依据是存量资产的价格上涨，而第二类公司的价值重估的依据是它的创造价值能力。在第二类公司中，万科是一个典型的代表，但笔者并不认为万科的股价存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在较大的重估空间，真正值得关注的是那些最近两年借壳上市的老牌地产类公司的股票，这些公司拥有和万科一样的经验和能力，而它们的市值只是万科的十分之一或更少，它们是五年前的万科，未来有较大的升值空间。也有不少所谓的房地产类公司，而实际只是拥有一二块土地而已，并不拥有持续从事房地产开发的能力，这些公司不存在价值重估的问题。

物价因素：影响2011年股市的主要因素是物价和汇率①

笔者2011年初曾经撰文指出，对于我国的资产价格（主要包括股票价格和房地产价格）而言，2011年需要关注国内物价及美元汇率的走势。物价的走势决定货币政策的松紧，而美元指数的趋势则关系到资本在全球范围的重新配置。物价上升对股市来说只是小的风险，大的风险来自美元的反转。现在时间已至7月，笔者的这个判断依然有效。

一、物价上涨对股市的压力会越来越大

2011年年初，很多大行都预测，今年的物价将前高后低，最高点在六七月，货币政策的操作应该是上半年紧缩而下半年放松，因此，股市应该是先抑后扬。6月的CPI如大家预测的一样，创3年新高，市场期待着物价从8月开始回落。

但笔者一直认为，2011年的物价上半年较高，但下半年即使统计翘尾因素减弱也难以像市场期待的那样快速回落。因为当前物价上涨的深层次基础是货币超发，这个因素并没有消除。从物价上涨的直接原因看，农产品价格的上涨是主要因素，但农产品价格上涨的背后是人工成本的快速上升，而导致人工成本上升的原因是房地产价格的上涨，这些因素都依然存在。因此，不能简单地套用“蛛网理论”来分析当前的农产品价格问题。简言之，当前的农产品价格上涨主要是成本推动的，而不是供求关系导

① 本节原文写于2011年7月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致的。

同样不可忽视的是服务类价格的上涨。从2011年5月的物价走势看，食品价格有所下跌（环比为-0.3%），而房租、医疗保健及个人用品、家庭设备及维修服务成为新的涨价因素。导致服务价格上涨的原因与农产品类似，主要是房地产价格上涨引发的成本推动。

股市在第一季度走出了一段不错的行情，但上证综指运行到3100点附近时，缺少基本面的配合（主要是市场利率高企，“小非”和“小限”套现冲动增强），股价再次探底。进入7月，市场开始憧憬货币政策放松，股价从2600点开始反弹。但7月21日的中央政治局会议并没有传出宏观政策放松的信号，控制物价仍然是下半年的首要任务，同时，重申房地产调控不会放松。

因此，股价向上突破2800点的概率极小，向下寻找支撑是大概率事件，今年下半年的股市不会比上半年更好。

二、货币政策只能收紧，不会放松

从表象看，2011年上半年六次提高存款准备金率，同时市场感觉资金紧张，似乎是紧缩的货币政策，但其实不然。

而实际上提高存款准备金率只是为了对冲到期的央票和外汇储备占款。从融资规模看，货币政策只能说是中性的。从年初的计划看，2011年的信贷规模比2010年稍有减少，多数预测2011年的信贷指标与2010年最初核定的7.5万亿相当。从实际情况看，2011年上半年信贷投放4.17万亿，与大家的预测基本一致。但社会融资增量为7.76万亿，与2010年上半年基本持平（减少了3300亿），比正常年份还是多出30%以上。也就是说，2011年上半年总的融资数量与去年比较并没有减少，比2009年前的正常年份还多出很多，并没有采取紧缩的货币政策。

资金紧张也是事实，它是实施宽松货币政策和积极财政政策导致的后遗症，具体来说就是政府投资规模过大占用了过多的信贷资源。正确的解决途径是压缩政府投资规模。但很多项目是2009年开始的，现在还没有收尾，而现在资金又出了问题。在正常情况下，固定资产投资的50%是靠融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的，2010 年的固定资产投资规模是 27 万亿，融资规模约为 14 万亿，2011 年的固定资产投资规模至少比 2010 年多 20%，因此，总规模应该在 32.5 万亿左右，需要配套的融资规模是 16 万亿左右，如果将融资规模控制在去年的 14 万亿，资金自然紧张。在资金紧张的情况下，银行首先要满足国有企业及政府融资平台的贷款，民营企业的贷款就会被压缩。

但如果不压缩，中国每年增加十几万亿的货币投放，物价稳定将是很大的问题。2011 年 7 月 21 日的中央政治局会议强调下半年“稳定物价是第一位的工作”，显然，资金紧张的问题在 2011 年下半年还不会缓解。

在资金紧张的背景下，市场利率将继续上升或保持高位。股市、楼市价格都会受压。

三、蓝筹股为什么没有行情?

自 2009 年以来，以银行为代表的蓝筹股估值逐渐降低，引起了很多投资者的关注，市场经常刮起“风格转换”之风，但每一次都只吹起了一层涟漪，无法形成大的波澜。笔者曾在 2010 年年初写过《蓝筹股崛起只是一个传说》，主要推理依据是“蓝筹股上涨需要资金面的配合，2009 年货币、信贷极度宽松的状态下蓝筹股都没有行情，在货币政策回归稳健的背景下蓝筹股更没戏”。

有人认为，蓝筹股估值很低，有投资价值。这个结论需要认真分析。从蓝筹股的行业分类看，主要是银行、钢铁、石油、石化、煤炭等，这些都属于强周期性行业。周期性行业的股票估值与周期所处的位置有很大关系，当周期从顶端回落时，估值必然很低，低估值反映了市场对未来悲观的预期。以银行股为例，尽管 2010 年和 2011 年上半年银行股的业绩表现优异，盈利增长速度都在 30% 以上，但市场对地方政府融资平台 10.7 万亿贷款的担忧无法释怀，尤其是 2011 年少数融资平台出现违约的迹象后，担忧变成了恐惧。

从公司治理角度看，蓝筹股大多数属于国有控股企业，这些企业以社会稳定和解决就业为最重要的目标，为股东盈利是次要的目标。这样的企业对国家有利，对小股东不利。再以银行为例，在 2009 年，中央一声令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，纷纷放贷款，将风险暂时搁置起来，这样的行为显然是对小股东不利的。

从投资者结构看，投资蓝筹股的主要是以基金为主的机构投资者，私募基金及散户投资者对蓝筹股没有兴趣（除非蓝筹股形成了明显上升的趋势）。因此，基金规模扩张的快慢就决定了蓝筹股股价上涨的速度。2008年以后，基金的总规模一直没有摆脱净减少的悲惨命运，即使在2009年基金业绩大增的情况下，基金规模也是缩水的。蓝筹股的主力买家不断缩水，蓝筹股股价当然只有不断下跌了。假如出现2007年的情形，基金投资者疯狂买基金，则蓝筹股将有大牛市行情了。

展望未来，只要投资者对基金的信心没有得到很好的恢复，基金的总规模没有出现明显的增长，则蓝筹股会持续低迷。蓝筹股的估值只有更低，没有最低。

四、创业板、中小板的股票风险很高

在蓝筹股整体没戏的情况下，创业板和中小板市场是否有机会？如果将时间倒回到2010年，答案或许是肯定的。2010年很多基金因为积极配置创业板和中小板股票而获得成功，但这是暂时的。依笔者之见，这些公司存在以下风险隐患：

首先，估值过高。按照正常的市场定价标准，小型公司的可持续发展能力是较差的，市场应该有更高的风险溢价，简单来说，同一个行业内的小公司的估值应该比大公司低，而现在的市场正好相反。有人说，小公司的成长性好，应该给予高溢价。但看看这些小公司，很多已经经营十几年了，如果有高成长性，早应该成长成大公司了，这些公司在过去没有高成长性，将来怎么能保证它的高成长性？

其次，这些公司的财务报表充满陷阱。从2010招股说明书看，这些公司都有一个共同的特点，上市前一年的利润都有快速的上涨，如某家上市公司，2009年的每股利润只有0.2元，但2010年就变成了每股1.5元，公司解释是产品价格大幅度涨价所致。既然产品价格可以大幅度涨价，那么该产品就存在跌价的风险。可见，人为粉饰报表的迹象非常明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用一个简单的比喻，这些公司大多属于“人造美女”。在美丽的报表之下潜藏着重重危机。

再次，存在流动性陷阱。2010 年不少基金在投资中小板和创业板时，感觉很爽，用很少的资金就可以把股价推高，但当资金需要减持时就傻眼了，根本卖不出去！许多股票在 2011 年上半年价格被腰斩，但基金无法脱身。

尤其是潜伏其中的 PE 投资者开始减持时，资本市场的残酷本性将彻底暴露。

民间信贷因素：民间高利贷与股市

2011 年下半年起，有关高利贷融资的负面报道越来越多，先是包头首富因为经营高利贷出现资金链断裂而自焚，而后是鄂尔多斯民间高利贷和温州民间高利贷的负面报道，尤其是温州的报道最令人揪心，一天内有数名公司的老板因为资金链断裂而“跑路”。面对这些民间高利贷者资金链断裂现象的愈演愈烈，很多人认为货币政策紧缩是“罪魁祸首”，提出要放松货币政策。

为什么会出现高利贷？放松货币政策是否能够挽救和消除民间高利贷？民间出现高利贷现象对股市将产生怎样的影响？我们从 90 年代的历史经验中或许可以找到答案。

一、民间高利贷缘于宽松的货币政策

1993 年前后，中国出现了一轮高利贷的风潮。从笔者的切身感受和经历看，那个时候深圳等城市的银行存款利率达到 25% 以上（当时规定的一年期储蓄存款的利率是 10.98%），贷款利率超过 30% 是常有的事，与今天的民间高利贷几乎差不多。当时不仅城市信用社可以高息揽存，信托公司、证券公司等都积极参与其中，甚至很多商业银行也加入这个行列，不少商业银行的分支机构搞账外经营，当时深圳蛇口有一家银行的支行行长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在账外经营的总额达到了20多亿，这个数量超过了深圳当时大型银行支行的业务量。全国还出现了武汉、海口等资金交易中心，会员单位都是全国的商业银行和非银行金融机构，其热闹程度不比现在逊色。

当时为什么会出现高利贷？从资金需求方看，主要是1992年的宽松货币政策导致的。1992年邓小平同志南方谈话之后，全国刮起了投资“大跃进”之风，货币与信贷出现飙升，无论投资增长速度还是货币、信贷增长速度都超过35%，于是，1年以后出现明显的通货膨胀（此轮通胀的峰值出现在1994年中，CPI超过25%），到1993年6月中央决定进行宏观调控，出台了16条措施。主要措施就是收紧信贷闸门，整顿和规范金融秩序。货币与信贷在宽松之后突然收紧，必然出现资金紧张，很多城市出现了“烂尾楼”，最典型的代表是海南省和广西的北海市，这些“烂尾楼”一直到十几年后才清理掉。在货币紧缩初期，企业和个人往往没有心理准备，其预期还处在泡沫上升的状态，于是，不惜一切代价筹集资金成为它们共同的选择，高利贷由此而生。

我们可以清楚地看到，民间高利贷兴起的最重要原因是宽松货币政策导致的。货币与信贷在放松之后的收紧过程中，必然出现高利贷现象。2011年出现高利贷的根本原因是2008年年底开始的宽松货币政策所致，与1993年和1994年并无本质差异。统计资料显示，2008年之前，我国每年的信贷增长速度大约是17%左右，2008年年初的信贷计划大约是3.6万亿人民币，为了应对全球金融危机，中央从2008年11月开始实行适度宽松的货币政策，信贷闸门开始“放水”，2009年新增信贷超过10万亿（统计数据为9.5万亿，银行表外融资超过2万亿），是正常年份的2倍以上。从人民银行公布的社会融资总量看，2008年的社会融资总量大约为5万亿左右，2009年和2010年的社会融资总量迅速升至14万亿左右，比危机前多出了2倍。在宽松的货币政策刺激下，固定资产投资出现“井喷”，从2008年的17万亿迅速膨胀到2009年的22万亿和2010年的27万亿，2009年和2010年的固定资产投资增长速度分别为30.1%和21.8%。

固定资产的投资周期一般比较长，当固定资产投资规模扩张启动之后，具有一定惯性，需要相应的融资扩张相配套。如果投资还在继续扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张，而信贷政策收紧，资金一定紧张。社会融资总量约占投资总量的 50% 左右，也就是说有一半左右的投资需要融资来解决。按照这个比例计算，2011 年的投资总量是 32 万亿，需要 16 万亿的融资，但 2011 年的融资总量实际只有 13 万亿，资金缺口约为 3 万亿，总体的资金必然紧张。

在总体融资环境紧张的条件下，大型国有企业及国家重点工程项目及地方政府的重点项目是银行优先关照的对象，中小企业的融资只能到民间借贷市场靠高利贷来解决资金缺口了。因此，从资金需求方看，解决民间资金紧张问题的关键是要压缩投资的过度扩张，应该把类似高铁之类的项目尽量压缩，让投资增长回归到正常的水平。

从资金供给方看，主要是国有商业银行和国有企业。它们是资金的拥有者，这些机构热衷于炒资金的最重要的动机是为小集体或个人牟取暴利。当时的市场潜规则是将高于国家规定的利息部分采取一次性现金返还，假如一个公司将 1000 万资金存在信用社，期限是 1 年，协议存款利率假设是 30% 的话，经办人员可以得到的现金返还数量就是 190 万，这些现金返还实际上相当于回扣。在巨额回扣的诱惑下，很多国有企业的高管及商业银行的高管冒险参与这个游戏。加上当时的国有企业及银行的内部管理松散和混乱，事后被追究责任的人很少。很多人正是通过这次机会完成了资本的原始积累。

经过改革的商业银行和国有控股企业的内部管理已经比 20 世纪 90 年代有较大的改进，但不可否认的是，商业银行和国有控股企业在这一轮的高利贷热潮中依然扮演着重要角色：商业银行花样翻新的各种理财产品和信托公司发行的信托产品成为变相的高利贷产品，国有控股企业利用信贷优势普遍当起了资金掮客。

二、清理民间高利贷会引起股市波动

从上一轮高利贷的兴起到风险暴露到清理的过程看，大约的时间如下：1993—1994 年是高利贷的兴起阶段，1995 年风险暴露，1996—2000 年是清理阶段。

风险暴露的最有代表性事件有：出现信用社的挤兑事件、海南发展银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行倒闭、广东国际信托公司（简称“广国投”）破产等。

清理由高利贷带来的金融乱局是相当痛苦的，会有不少金融机构在这个过程中倒下，需要债权债务的重组。最典型的就是全国范围内将城市信用社结合在一起成立城市商业银行，通过规范管理的方式来化解风险并建立防范风险的长效机制。另外，还涉及国际债权债务的协调问题。当时最著名的案件就是“广国投”破产事件，引起了香港金融界及国际金融市场的普遍关注。根据有关资料显示，截至1999年，我国国有商业银行的不良资产比率平均约为30%以上，这些不良资产有很多与1992年的信贷和投资的扩张有关，从这个比率就可见信贷扩张之后的紧缩的后果及清理高利贷过程之痛苦。

当高利贷盛行，资金向股市流动，市场的无风险收益率被大大抬高（尽管高利贷有风险，但高利贷往往是打着国有商业银行的旗号进行的，老百姓认为是银行行为，是无风险的），股市很难有好的表现。1993年，股市从年初开始下跌，持续了3年的熊市行情。1994年8月政府出台的一系列救市政策才暂时结束了股市的下跌，最大跌幅达到80%。从宏观经济背景看，2009年的投资扩张与1992年是十分类似的，而2010年货币政策从“适度宽松”回归到“稳健”的过程与1993年进行的宏观调控内容大致相同。这决定了股市的表现也会惊人得相似：1994年股市下跌22.3%，2011年股市下跌21.6%；1995年股市下跌14.29%，2012年股市截至笔者写作本文时下跌了11%（截至2012年11月29日）。

需要指出的是，当时的国际资本与中国金融之间的联系还十分有限，如今，国际资本对中国金融的参与程度远比20世纪90年代要高，在处理一些金融机构的债务危机的过程中，需要高度关注国际资本流向的变化，防止国际资本大规模流出，引起系统性金融风险。从2011年第四季度的金融统计数据看，已经出现国际资本撤离我国的趋势，2011年10月我国外汇占款净减少人民币249亿元，11月外汇占款净减少人民币279亿元，2011年12月外汇占款净减少人民币1003亿元，出现外汇占款连续三个月下降的现象，2012年1月外汇占款恢复正增长，但有迹象表明，2月开始资金外逃的趋势还在继续。之所以出现这一现象，与民间资金链断裂及局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部金融风险的暴露有密切关系。

还要指出的是，在这一轮货币由“适度宽松”回归“稳健”的过程中，受到资金紧张影响的不仅有中小企业，地方政府的融资平台受到的影响也很大。随着土地市场景气度的下降，土地收入大幅度减少，地方政府偿还债务的能力迅速下降。总计超过10万亿的地方政府融资平台贷款的风险将逐渐显露。根据我的调查，有些城市在信贷扩张的刺激下，负债比例远远超出了其正常的还款能力，有些城市的负债超过了财政收入的10倍，很多债务实际是以土地出让收入作为还款保证的，一旦土地价格下降，则债务链条将变得十分脆弱。

另外，我国的债券市场和股票市场已经具有相当的规模，在清理民间高利贷案件时，会引起债券市场和股票市场的较大波动。2011年第三季度和第四季度，随着地方政府融资平台的风险显现，债券市场和股票市场都出现较大的波动，尤其是债券市场的波动超出了投资者的预期，有些地方政府融资平台发行的债务出现了10%以上的跌幅，投资者损失惨重。

三、如何解决民间的高利贷问题

鉴于市场的资金紧张及由此引发的各类金融风险，不少人建议放松货币政策。但笔者认为，放松货币政策治标不治本。从历史的分析可见，民间高利贷的出现最重要原因就是宽松货币政策导致的，如果再以宽松货币政策来化解民间高利贷危机只能导致更大的危机，这不是解决问题而是回避问题。不仅如此，我们还应该汲取历史的经验和教训，无论何时都要慎用宽松的货币政策！

笔者提出以下几点建议：

（1）从资金需求方看，解决民间资金紧张问题的关键是要压缩投资的过度扩张，应该把类似高铁之类的项目尽量压缩，让投资增长回归到正常的水平。2011年，我国的固定资产投资规模达到了32万亿元人民币，其中有很多是政府项目，这些投资规模太大，应该尽量压缩。中央已经明确表示，2012年主要目标是确保已上项目，不再投资新上项目，这个方向是十分正确的，但在操作过程中，仍然难以阻挡各地高涨的投资热情，要让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央的部署真正落实是有挑战的。

（2）让地方政府承担起化解各地方金融风险的职能。从历史经验看，信贷扩张与投资扩张的主体是地方政府，解铃还需系铃人，应该让地方政府对自己辖区内的高利贷风险真正负起责任，对资金链紧张的企业作为重点观察对象，一旦出现危机就及时提出解决办法，将危机消灭在萌芽状态，防止危机的蔓延。

（3）让人民币汇率保持稳定。在化解国内危机的过程中，需要防止资本流向的重大变化，人民币汇率升值过快可能加剧国际资本的流出，使危机扩大化。

宏观经济政策因素：宏观经济政策正在“去房地产化”

从以往的房地产调控实践看，中央在经济增长放缓的情况下会放松对房地产市场的调控，最典型的情况是2008年年底的政策大逆转。但2012年的情况似乎有些特别：自年初以来我国经济运行出现了明显的下滑势头，但中央一直强调“坚持房地产调控政策不动摇”。更让市场意外的是，2012年7月的GDP已经跌破8%，而中央在2012年8月初还派出督察组到地方检查房地产调控政策的落实情况。

这一切似乎在暗示，中国的宏观经济决策正在选择新的方向，“去房地产化”成为新的共识。

从过去十年中国经济的发展情况看，依靠房地产市场的发展可以拉动经济快速增长，可以创造“高增长、低通胀”的完美组合。当房地产价格不断上升时，地方政府可以通过出卖土地获得巨额资金，而且通过增加金融杠杆获得数以万亿计的融资，当这些资金投资到基础设施后，对经济增长形成了强有力的推动。并且，房价的不断上升使居民的财富不断“转移”到政府和企业手中，居民用于一般消费的资金减少，CPI可以在货币快速扩张的背景下持续低位运行（2000年以来的CPI年度涨幅比2000年前的20年要低近50%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但后果同样十分严重，主要表现在以下三个方面：

其一，收入分配结构严重恶化。土地价格的上涨导致居民的财富被“剥夺”，而政府收入和企业的财富快速增加，结果是居民消费占 GDP 的比例越来越低，经济结构严重扭曲。从 GDP 的构成看，居民消费占比从 2000 年前的 50% 以上降到了现在的 35% 左右，差不多每年下降 1 个百分点。对于一个大国经济体来说，这是不可持续的，也是非常危险的，一旦国际经济出现较大的波动，中国经济就会有失速的风险。

其二，导致产业空心化。土地价格的快速上升不仅导致工业及服务业的成本大幅度提高，降低了老百姓的创业激情，而且导致资源向房地产市场集中。在民营经济集中的浙江省，最有实力的企业都在搞房地产开发，资金实力稍弱的就参与炒房、炒地，企业家对制造业越来越没有兴趣。

其三，恶化了社会治理结构。在土地价格上涨的刺激下，基层政府与居民及农民之间的土地矛盾越来越尖锐，每年与土地有关的群体性事件多达数十万起。

过分倚重房地产的中国经济运行蕴含着巨大的风险，中国经济需要摆脱对房地产的依赖。未来的十年对于中国来说十分关键，摆在我们目前的严峻挑战是超越“中等收入陷阱”。突破这个陷阱，中国经济就会迈向发达经济体，中华民族真正复兴的梦想就会成为现实。否则，我们就难以自拔，社会矛盾会进一步加剧。

从日本、韩国等成功的案例看，中国经济要摆脱“中等收入陷阱”的关键是两点，一是理顺收入分配，二是提高自主创新能力。要实现这两点，都必须遏制房地产价格的上涨。前面我已经分析过了，房地产市场的繁荣带来的直接后果就是恶化收入分配，并导致产业空心化。简言之，中国经济要实现未来的可持续发展，必须进行“去房地产化”，这不仅是短期的政策取向问题，更是一个长期的战略问题。

但我们也应该清醒地看到，中国经济的“去房地产化”知易行难。土地价格一旦停止上涨，就会出现一系列的连锁反应，对经济与金融产生巨大冲击。从 2011 年第三季度以来，随着房地产投资增长速度的放缓，钢铁、水泥、煤炭、石油化工、家电等行业立即出现产能过剩的困境，经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长速度掉到了8%以下。笔者认为，这还只是一系列“坏消息”的开端，更大的挑战还在后头。

房地产价格的下跌对中国经济为什么有如此大的杀伤力？要理解这一点，首先应该看清楚中国经济与房地产市场之间的逻辑关系。

中国房价在过去十年里几乎一直呈现上涨状态，“房价只涨不跌”已经成为市场宗教般的信仰。其实，类似的故事在日本和东南亚很多国家都上演过，这些国家的经验表明，房价不仅会跌，而且可能会跌得很惨，涨得越多则跌得越深。房价上涨的逻辑往往是一样的：出口顺差推动本国信用的扩张，信用扩张刺激投资扩张，投资扩张提高居民收入，推动房地产价格上涨。但如果投资的扩张导致产能过剩时，则国际资本开始撤离，一切繁荣的景象都将落幕。

产能过剩与房价下跌是互为因果关系。当出现产能过剩，则产品价格下跌，企业利润下降，工资收入减少，就业恶化，结果必然是房地产价格下跌；房价下跌会导致房地产投资减少，钢铁、水泥等工业产品需求减少，产能过剩必然出现。

当前，我国的工业普遍出现了产能过剩现象，但房地产价格还相当坚挺。这符合资产价格“大牛市”的特征。因为房价上涨的时间持续太久，没有人相信房价会下跌，开发商的“降价促销”立即招来大批投资者抢购。因此，大牛市的顶部往往会持续较长时间。2012年5、6月份出现的房价反弹用“回光返照”来概括应该比较准确。

当房价真正开始下跌，产能过剩的矛盾将更加尖锐，经济增长速度还将进一步放缓。

有人看到了中国经济当前面临的挑战，开始建议再来一次“四万亿投资”。笔者认为，当前的经济困境与几年前的“四万亿投资”有很大的关系，重复走老路是一条死胡同，唯有坚持“去房地产化”，努力调整经济结构，中国经济才能迎来大有希望的明天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　中国特色股市波动的国际因素

世界经济环境：欧美日经济增长疲软将刺激中国资产价格上涨①

自 2010 年 7 月初以来，欧美经济不断传出不好的经济数据，无论是就业数据还是物价数据，都表明欧美的经济增长动力重新出现衰竭的征兆。

美国的失业率维持在 10% 左右的高位难以出现转机，而物价则因为统计基数的原因从 2010 年第二季度开始不断走低，估计到年底美国的消费物价指数将接近于零。糟糕的是，即使政府努力刺激经济，开支巨大，但私人部门却没有明显的反应，美国的企业贷款市场上半年出现净减少，说明经济增长的动力明显缺乏，二次探底的迹象越来越明显。

欧洲的经济就更加不妙了，为了共同应对欧洲债务危机，并防范可能出现的欧元货币危机，欧洲各国不得不紧缩政府的支出，这将使欧洲经济雪上加霜。

日本内阁府 2010 年 8 月 16 日公布的数据初步显示，去除物价变动因素并经季节调整后，今年二季度日本国内生产总值环比增长 0.1%，按年率计算增长 0.4%。这是日本经济连续 3 个季度保持正增长，但增速与前两个季度相比大幅放缓，同时也低于市场预期，说明日本经济前景也非常

① 本节原文写于 2010 年 8 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不妙。

金融市场对此已经做出了明确的反应，例如，美国的长期国债收益率大幅度走低，从 2010 年初以来 10 年期和 30 年期国债收益率都下降了约 100 个基点，日本国债的收益则跌破了 1% 的收益率，创 7 年新低。全球债券市场的牛市激情持续不减。而股市则呈现疲软的行情，欧美股市动辄出现周跌幅 3% 以上的情况。

而中国国内的经济形势与金融市场则出现另外一番景象：物价上涨超预期，2010 年 7 月 CPI 达到了 3.3%；股市出现明显的走强迹象，而债市的牛市动力依然不减，即股市和债市同时走强。与国际市场明显不一致。

对于金融市场而言，眼下的国内金融市场面临的内外部环境和 2007 年前后十分类似。自 2006 年 6 月以后，美国楼市已经出现了明显的降温景象，美联储为了防止楼市出现“硬着陆”，已停止加息。而此时的中国正值人民币升值途中，国际资本从世界各国涌进中国，出现了外汇储备的大幅度增加及银行体系的流动性过剩。在 2006 年 6 月之前，美国的基准利率比中国的一年期存款利率高约 3 个百分点，只要人民币对美元升值幅度控制在 3% 左右就可以有效防止境外资金的套利行为。而此时国内物价逐渐走高，利率工具又无法正常使用，不得不通过加速人民币升值的方式来化解矛盾，但人民币的加速升值引来了更多的资金，表现为外汇储备的更快速的增长。于是，流动性过剩成为挥之不去的阴影。在这一历史背景下，我国出现了房地产市场及股票市场空前活跃，股市一举冲到了 6000 点的巅峰。

从 2007 年的情况看，当 CPI 超过 5% 以后，老百姓对负利率的担忧与日俱增，投资者的情绪开始变得十分敏感，而政府又迟迟不通过加息来消除存款者对负利率的担忧，于是出现恐慌性购买资产的行为。2007 年的居民消费物价指数是从 7 月超过 5% 的，高点是 8 月，CPI 为 6.5%，对应的股市在 7、8 月分别大涨 17% 和 16.7%。当时市场流行的一句口号是“跑不过刘翔，但必须跑过 CPI”，老百姓对存款负利率的担忧溢于言表。如果 2010 年的 8、9 月物价持续超预期，则市场的敏感情绪可能会再次被点燃，无论股市还是楼市都将遇到好时光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简言之，2007 年我们面临的情况是：物价上涨，但国际形势不好及人民币升值的压力，使利率工具难以发挥作用。于是，出现流动性过剩和资产价格的大幅度飙升。

有意思的是，2007 年物价上涨的主要动力来自农产品，和当前的物价情况十分类似。从 2007 年度看，食品价格上涨 12.3%，拉动价格总水平上涨 4.0 个百分点；居住价格上涨 4.5%，拉动价格总水平上涨 0.6 个百分点。在食品价格中，粮食上涨 6.3%，肉禽及其制品上涨 31.7%，蛋上涨 21.8%。如果说 2010 年下半年的物价形势与 2007 年有所不同的话，主要是领涨的农产品的品种不同，2007 年涨的最猛的是猪肉，而当前上涨势头最猛的是小麦、玉米等粮食产品。猪肉对物价的影响深度远远不及粮食，单纯的猪肉价格上涨很容易被平息，但由粮食上涨引起的物价上涨将持续较长时间。

更需要注意的是，粮食价格上涨从表面上看是由恶劣的天气造成的，但深层原因与农业生产的机会成本迅速上升有密切关系，导致农业生产的机会成本上升的最主要原因是房地产价格的大幅度上升推高人们的生活成本。因此，粮食价格上一个新台阶是必然趋势，除非房价回到起点去。

2010 年下半年的投资市场的确与 2007 年有很多类似之处，但与 2007 年唯一不同的是投资者的心态有了较大的变化。2007 年投资者普遍存在一个认识上的错误，他们都认为基金能够获取高收益而无高风险，面对银行存款的负利率，他们选择了疯狂购买基金，而基金则疯狂抢购蓝筹股，导致了股指的狂飙突进。而如今的投资者对基金赚钱的迷信早已不再，因为 2008 年基金平均赔了 50% 多，投资者的风险意识大大提高。

看到这个机会的还有国际投资者，就在国内投资者还在犹豫徘徊的时候，国际资本早已经云集香港市场了，理由很简单，全球资本市场和货币市场里只有中国的风险最小，因此，我们看到了 H 股与 A 股价格严重倒挂的奇特现象。

笔者相信，只要欧美不发生类似雷曼倒闭这样的突发事件，2010 年中国股市的繁荣至少在短期是可持续的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国因素：美元走强与次贷危机[①]

2011年岁末，美元指数冲上80关口。进入2012年第二季度，美元指数突破82关口。与此对应的是石油、有色金属等商品价格走出了一个典型的头部形态，股市里的资源类股票节节败退。在笔者看来，美元走强是一个非常值得关注的动向。

美元的强势出乎大多数人的预期。自从2001年以来，美国一直实行弱势美元战略，试图通过美元不断贬值的方式来刺激国内经济；2008年遭遇次贷危机之后，美联储加大货币政策刺激的力度，甚至玩起了“量化宽松”游戏。加上美国政府债台高筑，很多人倾向于美国政府会通过通胀方式逐渐“消债”的判断。总之，市场认为未来美元将继续弱势。

笔者认为，通过货币政策刺激经济难以让美国摆脱目前的困境，弱势美元只会让美国经济陷入恶性循环，正确的做法是重新实施强势美元战略。强势美元符合美国的国家战略利益，无论是中国政府还是投资者都要对此有足够的认识，并对美元反转的可能性抱有警惕。

笔者分析的视角是国家之间的比较优势。

一、从历史轮回看美元作用

从全球各国经济的比较优势看，可以分为三类：一是有技术和研发优势的国家，以美国、西欧及北欧国家为典型代表，它们长期占据全球产业链的上端；第二类是有自然资源优势的国家，典型代表有俄罗斯、加拿大、澳大利亚、中东生产石油国家等；第三类是有廉价劳动力资源优势的国家，中国和印度是其中的典型。

在过去几十年里，随着美元的强弱转换，这些具有不同优势国家的强弱也随之此消彼长。

---

① 本节原文写于2012年5月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2000年之前，由于中国还没有完全融入全球化，所以，全球的国家之间的强弱转换主要在第一类国家和第二类国家之间进行。技术优势的国家与资源优势的国家各领风骚。

在20世纪70年代及80年代初，美元不断贬值，而石油等资源产品的价格大涨，结果是第一类国家陷入了滞胀的困境，苏联及中东产油国崛起，尽管当时的苏联还处在西方的经济封锁中，但石油价格的上涨无疑给它提供了充裕资金支持其武器制造业的发展。

20世纪80年代美国在美联储前主席沃尔克（Paul A. Volcker）的主导下采取了紧缩货币的政策，美元重新走上强势轨道，资源类的产品价格步入了熊市。姑且不论这样做是否从国家战略的角度有意为之，在效果上确实令第二类国家陷入了困境，极端的例子是苏联解体（苏联解体有政治上的原因，但财政陷入困境是重要原因，如果石油价格不断上涨，情况就存在较大变数）。

20世纪90年代同样是美国及欧洲称雄的时代。这段时期，对美国经济影响最大的人物是财政部长鲁宾（Robert Edward Rubin），鲁宾曾经担任过高盛的总裁，他的思维是华尔街式的思维。对于华尔街来说，有足够多的资金才能赚更多的钱，因此，鲁宾的思路是让全球资本进一步向美国集中，向华尔街聚集，1995年他明确宣布“强势美元符合美国利益”。受此影响，美国股市出现了壮观的大牛市，催生了以网络科技为代表的新技术革命。事实证明，强势美元战略的确符合美国利益，此时美国不仅引领世界科技发展的方向，而且财政上还实现了盈余。

与之相对应的是亚洲金融危机的爆发。亚洲各国的共同特点是，喜欢储蓄、工作勤奋、重视教育，但18世纪以来，经济发展水平一直落后于西方。在全球经济分类中属于第三类国家。20世纪七八十年代欧美经济经受滞胀折磨时，很多资本进入亚洲，亚洲出现了快速工业化的进程，出口飞速发展，造就了“亚洲四小龙”的奇迹。因此，亚洲金融危机前约20年的经济奇迹与弱势美元下的国际资本流动有直接关系；而在强势美元影响下，亚洲金融危机发生了。

进入21世纪后，人口最多的中国加入全球化竞争的行列，使全球经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格局再次发生了巨变。如果说20世纪后期全球经济竞争主要在技术优势的欧美国家和资源优势的产油国之间进行的话；那么进入21世纪后，全球经济竞争格局又多了新的一极，即以廉价劳动力为优势的中国参加全球经济竞争。

就在中国加入全球化（以中国加入WTO为标志）的时间点上，美国发生了两个重大事件，即科技股泡沫崩溃和“9·11”事件。受此影响，美国走上了错误的轨道，开始实行弱势美元战略。2001年开始，美联储不断降息，目的是为了缓和上述两个事件对美国经济的冲击。但美元弱势导致国际资本从华尔街撤离，寻找新的目的地。就在此时，中国的经济大门彻底开放了，丰富而廉价的劳动力、完善的基础设施及广阔的市场令中国成为国际资本新的乐土，加上人民币与美元的固定汇率制度，使得中国迅速成为全球新的制造业中心。

二、美元强弱与全球财富再分配

从上述历史现象上可以清楚看到，美元强弱会导致全球经济格局的调整乃至政治格局变幻，因为美元是国际货币，全球主要商品以美元定价，美元的强弱事实上导致了全球财富的再分配。

最近一轮的弱势美元战略不仅使中国的竞争力迅速崛起，而且导致了全球大宗商品价格的持续牛市。从需求角度看，这一轮商品牛市的起因是中国房地产和基础设施投资的快速扩张。但如果没有弱势美元战略，中国的工业化推进不会如此之快，与城市化相关的房地产投资和城市基础设施投资的扩张也不会如此猛烈。因此可以说，是美国的弱势美元战略帮助中国提升了竞争优势。与中国类似的还有印度等国。

当弱势美元与中国大规模工业化和城市化造就的全球大宗商品牛市向纵深发展时，第二类具有资源优势国家的财富空前增长，不仅中东产油国赚得盆满钵满，而且俄罗斯也开始重新崛起，加拿大、澳大利亚等国家因为出口资源赚取了很多外汇，加元和澳元兑美元都出现大幅度升值。

因此，如果把全球分为三个部分，在美国的弱势美元战略作用下，这三个部分在过去十年里的竞争格局发生了深刻的变化：第一类国家相对衰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落，而第二类国家和第三类国家（尤其是第三类国家）相对崛起。所谓“金砖四国”事实上是弱势美元的产物。

美国的经济决策者恐怕没想到，实施弱势美元战略不仅没有解决美国的问题，反而使自己的竞争优势相对下降，甚至进入危机的泥潭。何以如此？从经济逻辑看，弱势美元对应的是大宗商品的价格上涨，美国必须支付更多的资金才能满足国内的需要，于是，外贸逆差扩大，财政赤字增加；而强势美元下，大宗商品价格不断下跌，美国的进口商品价格走低，贸易逆差减少，财政赤字减少。

同样道理，美国的弱势美元战略还直接导致了很多欧洲国家的困境。尽管欧洲的债务危机有很多原因，但弱势美元战略是其中重要原因。欧洲国家其实早已经看到以美元为国际货币对自己不利，十几年前开始推出欧元替代美元，但可惜的是，欧元在充当国际货币的道路上充满崎岖，到目前为止还无法替代美元，大宗商品交易还基本以美元定价。因此，欧元难成气候和美元的走弱，也冲击了属于第一类国家的欧元区各国。其原因仍在大宗商品价格上。

当然，欧美的相对衰落由多种原因所致，弱势美元战略只是其中之一。以欧美债务危机来说，高福利制度、低储蓄率导致国家的财政支出膨胀，而民主政治体制又难以改变现状，于是把国家推进了债务危机的泥潭。而在有同样制度背景的国家中，加拿大和澳大利亚并没有出现类似危机，因为它们属于第二类（有资源优势）的国家，是弱势美元的受益者。这个事实表明，弱势美元是导致欧美相对竞争力衰落的一个重要因素。

三、美国如何演绎强势美元战略

按照上述思路推理，如果欧美国家继续采取量化宽松货币政策，让美元贬值，则它们的相对竞争力仍难以恢复，走出危机的希望也愈加渺茫。只有实行强势美元战略，才符合欧美国家的利益，从根本上改变它们相对衰落的局面。但该战略显然不利于解决当前的问题，比如债务危机、贸易平衡，尤其是不利于解决就业问题。可见，强势美元对美国长期有利但短期不利，要实施这一战略，需要找到突破口，才能实现其提高竞争力的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标。换言之，必须找到新的经济增长点，才能为美元回流和走强创造“基本面”条件。

从历史经验看，突破口往往是新的技术革命。考察当前的美国企业，支持强势美元的因素似乎正在累积：一是企业部门的现金流和利润处于历史最好水平。苹果、微软、谷歌、雅虎、IBM、Ebay、FaceBook、Twitter……那些极富创新活力的企业依然延续着财富神话，最典型者如苹果公司没有负债却坐拥700多亿美元现金和高流动性资产。二是小企业信贷活动增强，带来就业改善和消费信心改善。汤森路透/PayNet小企业贷款指数已经呈现出越来越强的趋势，小企业信贷增速已经连续5个季度超过20%水平。微观上反映企业创新活动恢复，与之对应，美国失业率在最近一个季度下降较为明显，2011年4—10月，美国拥有失业保险资格的人数持续增加，增幅高达约61.6万人。

此外，美国出现了一批“商业模式创新”的公司，像Facebook、Twitter、Groupon……这些极富创新活力的企业未上市就受到资本热捧。这是否会演变成新经济因素的集群式迸发仍有待观察。

从现象上看，2011年的美国股市不仅比欧洲强，而且比新兴市场强劲，这是十分值得思考的现象。

另外，欧元的弱势为美元强势崛起创造了条件。在金融市场，所谓美元的强弱，主要参照系是欧元，只要欧元走弱，则美元自然强势。笔者认为，欧元的制度性缺陷很难解决，随着意大利、西班牙等高负债的国家还债时间窗口的临近，2012年的欧元将遭遇比2011年更大的挑战。美元则可能在欧元衰落中崛起。

四、强势美元重现意味着什么

假如美国真的回归强势美元战略，全球经济格局又将重新洗牌。

首先，从全球经济格局与政治格局的调整看，第一类国家的竞争力会相对提高，而第二类资源优势的国家的竞争力相对下降，以中国为代表的第三类国家也会受到冲击。具体而言，可能会出现以下结果：

中东产油国的局势将进一步恶化。这些国家在过去十年里赚了很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，但这些钱相当部分进了少数人的口袋，存在分配不公的问题。更要命的是，这些国家一直靠出口石油过日子，经济结构单一，国内没有什么支柱产业可以解决就业问题，加上这些国家人口出生率很高，结果失业率很高。大量年轻人找不到工作是这些国家最近一段时期政治乱局的主要原因。如果石油价格大幅度下跌，则这些国家混乱会加剧。

俄罗斯将再次步入艰难。俄罗斯在苏联解体后的前十年处境相当艰难，最近十年情况大幅改善，主要是受益于油价大幅度上升。但它的产业结构并没有发生根本改变，如果石油收入大幅度减少，则将出现财政困难，甚至会出现货币危机。

因此，石油问题可能成为美国和俄罗斯之间博弈的关键领域，焦点将是伊朗的核问题。美国为了自身利益，除非有把握能够迅速推翻伊朗现政府，彻底把握中东局势，否则，美国对伊朗开战的话，油价将大幅上涨，强势美元战略就难以收到预期成效。因此，美国应不会对伊朗采取强硬措施。

对于中国而言，人民币升值的预期会减弱或消失，强势美元意味着国际资本的流出，此前困扰中国多年的外汇占款增长过快、流动性过剩、房地产价格上涨过快等问题都会消失。从实体经济的运行看，投资增长速度将大大下降，产能过剩问题又重新浮现，经济增长速度将下一个台阶，从高速增长进入中低速运行；从金融的角度看，货币高速增长的时代结束了，银行业务快速扩张的愿景已经不现实，很可能会出现通货紧缩状态。

其次，对于金融市场而言，无论股市还是商品期货市场都将发生巨变。黄金和大宗商品的牛市结束了，进入了长期熊市阶段。因此，与大宗商品有关的资源类股票及周期类股票成为抛售或做空的对象。

股市里的技术创新类公司重新受到欢迎。一直对科技股不感兴趣的股神巴菲特以 100 多亿美元购入 IBM 股票或许是科技股市场又一个春天来临的信号，至少对于美国的市场是如此，投资者对此需要高度关注。

五、中国股市沦为美元指数的“傀儡”

2012 年 5 月 25 日，上海证券报发表了一篇题为《美元指数与沪深 300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数间的奥秘》的文章，对股票市场与美元指数之间的关系进行了分析，其研究结果是，包括中国在内的大多数发展中国家的股价与美元指数呈现负相关关系，并且，这样的负相关关系是长期存在的。其中，美元与巴西圣保罗指数及印度孟买指数呈现强负相关，相关系数的绝对值都大于0.8，而我国的沪深300指数与美元指数之间同样呈现强负相关，相关系数的绝对值为0.6左右。

从因果关系的检验看，美元指数是“因”，包括中国在内的发展中国家的股市指数是“果”。简言之，只要美元指数上涨，则我国的股市就会下跌；反之，美元指数下跌，则我国股市就会上涨。通俗地说，中国股市是美元指数的“傀儡”。

这是一个很有意义的研究结论，意味着股市投资者可以通过观察美元指数的走势来指导自己的投资行为。从笔者的观察来看，上述研究的结论的确是准确可靠的，中国的股市的确与美元指数存在较强的负相关关系。

为什么这样？其背后的机理是什么？依我之见，主要有以下几个原因：

其一，美元指数走强或走弱会导致全球资本流动的方向发生改变。若美元走强，则国际资本从发展中国家撤出，流入美国；而美元走弱，则国际资本从美国流向发展中国家。无论是从短期还是长期看，这种逻辑都是成立的。从短期看，2008年9月，随着雷曼公司的破产，金融危机恶化，全球资本回流到美元资产，美国国债的收益率大幅度走低。在资本回流美元资产的同时，发展中国家的股票市场出现惨跌。从长期看，2001—2008年，美元一路下跌，国际资本的大趋势是从美国撤出，流入所谓的“金砖四国”，因此，在2008年金融危机出现之前，发展中国家的股市都是大牛市。如果把时间回溯到20世纪90年代，情况与过去的十年正好相反，20世纪90年代的美元持续强势，对应的是国际资本流入美国，而亚洲出现了金融危机。

其二，美元指数走强会导致大宗商品价格下跌，从而传导到股市，引起股价的下跌。反之，美元走弱，则大宗商品价格上涨，刺激股市上升。这里的核心问题是美元是国际货币，全球的主要商品都是以美元来标价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，因此，美元与大宗商品价格之间的关系好像是一枚硬币的正反两面。

全球大宗商品供给主要分布在发展中国家，大宗商品价格的涨跌对发展中国家的经济和金融的影响巨大。当美元走低，商品价格上涨，则发展中国家的经济发展加快，股市上涨。21世纪的前八年，俄罗斯、巴西及南非的崛起，靠的就是弱势美元下商品价格的不断上涨，这些国家的股市出现大牛市也在情理之中。

当然，若美元走强，商品价格下跌，则发展中国家的经济会遭遇困境，股市必然下跌。极端的情况是20世纪80年代末，石油价格持续下跌直接导致了苏联的崩溃。

从上述分析可见，只要一国的经济对资源的依赖程度越高，则其股市必然与美元指数的负相关性越强，这样的结论符合俄罗斯和巴西的情况。

看清了美元与股市之间的逻辑关系，我们就可以通过分析美元的趋势来判断股市的牛熊交替了。

从最近的局势看，美元走强是大概率事件。随着欧元区政治分歧的加剧，希腊是否能够继续留在欧元区内已经成为一个问号，于是，欧元资产遭到投资者抛弃，对应的当然是美元指数的走强。导致美元强势的另外一个原因是美国的经济复苏开始有所起色，房地产价格下跌趋势得到了初步遏制，就业状况开始有所好转，企业的盈利状况也出现好转。

美元走强的结果是大宗商品价格的下跌，这就是最近一段时间以来市场出现的情况。2012年5月前的三个季度，无论是黄金还是石油和有色金属，价格下跌的幅度都在20%左右，而美元指数从2011年9月的75左右上升到目前的82以上。美元走强而大宗商品价格下跌的趋势在未来一段时间里还将持续。

对于中国而言，当美元走强，人民币的升值压力减少，甚至出现贬值压力，中国的资本外流。同时，大宗商品价格下跌还对应着煤炭、石油、有色、钢铁等行业股价的走低，股市自然下跌。从2011年的情况看，第四季度出现明显的外汇占款减少，对应的是2011年11月和12月的股市下跌，两个月股市跌了10%以上，中小板和创业板跌得更多。值得注意的是，2012年4月外汇占款又出现减少，5月外汇占款的减少数量应该超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 月，因为 5 月美元指数出现大幅度上涨。那么，我国股市下跌是大概率事件。

六、美国次贷危机对中国股市的影响

始发于 2007 年年初的美国次级按揭证券风波经过持续的发酵和蔓延，使得美欧国家的经济增长将出现明显的减速，中国出口增长和贸易顺差的扩大将面临自 1997 年以来最严峻的考验。

相对来说，股市的反应可能更敏感，美国楼市及次级按揭证券的危机除了通过实体经济影响中国经济之外，它还将通过影响市场信心和流动性来影响中国股票市场。

在次级按揭证券危机爆发后，全球金融市场的流动性会立即收紧，市场利率迅速提高，这无疑会影响到国际资本在全球范围内的布局，当自身难保时这些游资会首先从新兴市场撤出，进入我国股票市场的国际资金可能会不断离场。

另外，在全球金融市场吃紧的时候，香港股票市场已经出现明显波动，国内投资者最热衷的 H 股也已经出现明显的疲态，当 H 股价格不断走低时，A 股价格难以独善其身。我国的股市面临着巨大的风险。

欧洲因素：后欧债危机时代的中国机遇

在美国的次贷危机对全球经济的影响逐步消退、经济复苏迹象越来越明显之际，欧洲的主权债务危机又开始进入人们的视野。从 2010 年 2 月初开始，随着希腊债务危机的逐渐发酵，全球金融市场再次出现震荡。欧元出现大幅度下跌，而美元则节节攀升，美元指数从 70 多一直上冲到 90 以上，而欧元与美元的兑换比例从 1∶1.45 左右迅速贬值到 1∶1.2。受此影响，全球股市从 2010 年 2 月初以来出现较大幅度的波动。

面对欧洲债务危机的冲击，国内的宏观经济政策面临调整的压力，尤其是房地产调控政策，不少权威人士认为在国际局势不明朗的背景下，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国应该继续采取宽松的货币政策和积极的财政政策，或者说，宏观刺激政策不宜过早退出。

笔者认为，欧洲债务危机对中国并非都是坏事，处理得当将成为中国在未来崛起的重要契机，而处理失策将更加受制于人。中国应该采取的是紧缩而不是扩张的宏观经济政策。

一、欧洲债务危机不是局部的危机

欧洲的债务危机从希腊的主权债务危机开始。截至2009年年底，希腊政府债务余额已经超过其GDP的110%，财政赤字超过了GDP的12%，这些指标都大大超过了欧盟规定的标准（根据欧盟的规定，政府债务余额不能超过GDP的60%，当年财政赤字不超过GDP的3%）。随着2010年4月之后不断有到期的债务需要偿还，希腊政府必须要从国际市场筹集大量资金，但因为其债务负担已经超过规定，信用评级机构将其债券评级不断调低，希腊政府通过市场筹集资金的成本（债券的收益率）将越来越高，未来偿还债务的能力将进一步降低，陷入了恶性循环。

当人们关注希腊的债务危机时，就不能不关注南欧与希腊类似的一些国家，于是，葡萄牙、西班牙、意大利等国的债务问题同样成为国际社会关注的焦点。就在希腊的国债评级被调低不久，葡萄牙的国债评级也被调低，西班牙的国债也已经被列入观察的对象。

如果说欧洲债务问题仅仅限于南欧这些国家的话，那么问题不会很严重，因为它们都是小国，经济总量不大。而认真分析欧洲的总体情况后发现，英国、法国、德国等大国同样有债务负担过重的问题，这三个大国的债务负担都超过了欧盟规定的标准，德国的情况最好，政府负债已经占GDP的73%，财政赤字已经达到GDP的3.4%，而法国的财政赤字已经超过了8%。

仔细考察这些国家的债务问题会发现，这些国家的债务大多数债权人都在欧洲，而且是交叉持有债权。如：希腊的债权人主要是法国和德国，分别有500亿欧元和300亿欧元。而葡萄牙的债权人主要是西班牙和法国，分别有600亿欧元和300亿欧元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-1 欧洲主要国家债务数据

	政府负债/GDP	财政赤字/GDP	国外净资产/GDP
希腊	113.0	-12.7	-73.5
爱尔兰	66.0	-12.5	-54.1
葡萄牙	77.0	-8.0	-96.3
西班牙	54.0	-11.2	-75.6
意大利	115.0	-5.3	-23.2
英国	69.0	-12.1	-3.5
法国	76.0	-8.3	-20.5
德国	73.0	-3.4	22.8

因此，我们可以看出，欧洲的主权债务问题不仅仅局限在个别国家，它涉及几乎所有的欧洲国家，如果一个国家的债务出现违约风险，会迅速影响到其他欧洲国家。希腊债务危机实际上已经引爆了整个欧洲的债务危机，其影响面之广、持续时间之长可能会超过美国的次贷危机，需要我们高度关注。

二、欧洲债务危机将导致欧元危机

这场危机暴露了欧元区经济的内在缺陷。欧元区只是统一了货币，却没有统一的财政，这是欧元的致命弱点。因为没有统一的财政作后盾，每当出现危机就难以招架。

2009 年年底希腊出现债务危机之后，各方围绕如何化解希腊危机的博弈过程就充分反映了欧元制度设计的困境：如果将希腊债务危机交给 IMF 处理，这等同于欧元区放弃自救，也就意味着在欧元区内部甚至连最后一根“救命稻草”都找不到，这对欧元信心将是进一步打击；而如果由欧洲的大国出面救助，则无疑会鼓励更多的欧元区国家不守信用，将自身危机转嫁给欧洲大国最终会拖垮欧元。而且欧洲大国（如德国和法国）的国内政治势力对本国政府出手救助希腊等国存在强烈的反对声音。

正因为欧元制度设计上的缺陷，使市场对欧元货币区是否能够应对此次债务危机存在担忧，担心债务危机会导致欧元的崩溃，使债务危机演变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为欧元货币危机。即使2010年5月10日欧盟首脑会议和财政部长会议通过了7500亿欧元的援助基金方案，但仍然难以彻底扭转欧元的颓势。该方案出台之后曾经给市场带来一线希望，但市场仅仅反弹了一天，就又重新步入连续下跌甚至暴跌的轨道，欧元对美元的比价已经跌破2008年美国次贷危机爆发时的最低点，并且已经达到近5年来的新低。因为市场对这个方案仍然疑虑重重，这主要表现在以下几个方面：

首先是资金的来源存在不确定性。救助资金的最主要提供者德国国内存在着强大的反救助力量，民众认为不应该把德国人民勤奋工作得来的钱拿出去救助好吃懒做、不思进取的希腊与其他南欧国家。因此，在德国224亿欧元的救助方案在议会通过后，德国民间迅速组成了强大的诉讼团体，要求宪法法院阻止这种救助行为，德国的大多数民众甚至赞成退出欧元区。2010年5月21日德国议会通过了参与欧洲债务危机的救助计划。但笔者担心，真的到了需要拿钱的时候，德国政府是否会遵守承诺?

7500亿欧元的救助计划还要求国际货币基金组织拿出2500亿欧元参与救助，这本身也会给国际货币基金组织带来巨大风险，一旦这些资金打了水漂，那么国际货币基金组织就会面临破产危险，这也是国际货币基金组织在提供救助资金时不得不反复权衡的事情。

美国也对救助计划存在争议。在IMF提供的总计2500亿欧元的贷款中，美国作为IMF最大股东，也要间接为拯救方案“埋单”。美国参议院在2010年5月以94票对0票一致通过共和党议员提出的措施，指示IMF内的美国执行董事，IMF援助一些国债超过本土生产总值的国家时，应确保这些国家有可能偿还这笔贷款。若认为无法收回贷款，便应投票反对借贷。该法案在一定程度上表露了美国对于欧洲债务问题的一种态度。

其次，7500亿欧元是否能拯救欧洲的债务危机存在疑问。笔者在前面分析过，当前的欧洲债务危机不是局部的危机，是整个欧洲的危机。从危险的程度看，希腊之后是葡萄牙、西班牙、意大利和爱尔兰。西班牙是欧元区第三大经济体，其财政赤字水平与希腊不相上下，其主权债务危机暂时还没有爆发，是因为其主权债务还没有到期，短期还不会发生支付危机。一旦西班牙爆发了主权债务危机，那就相当于美国次贷危机中的雷曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兄弟破产，整个欧洲的主权债务危机就会全面爆发。根据初步的估计，欧洲的主权债务余额有5万亿多欧元，规模相当庞大，其危机一旦引爆，后果不堪设想。

当市场看不到欧洲主权债务危机被平息的曙光时，欧元就会不断受到抛售，汇价不断下跌，面临崩溃的危险。这并不是危言耸听，美联储前主席、奥巴马的经济顾问沃尔克在2010年5月15日就指出，欧元区面临崩溃的危险。

三、欧洲债务危机的根源在于人口结构老龄化

不少观察家认为是一年前爆发的全球金融危机导致了欧洲一些国家目前的债务危机。其实，全球金融危机只是让欧洲债务危机提前引爆，即使没有全球金融危机，欧洲债务危机同样不可避免，因为这些国家普遍面临着同样的问题：人口老龄化日趋严重、国家的产业竞争力显著削弱，而长期富裕的生活环境养成的高消费习惯无法自动作出调整，而政治家为了选票必然通过政府举债支出来维持国民的高生活水平与社会福利，导致财政赤字不断扩大、政府债务高居不下。

人口老龄化是工业化与城市化的产物，因为抚养成本越来越高，人们生育孩子的愿望日益降低，使生育率迅速降低。欧洲诸国完成工业化与城市化的时间比较早，出生率一直处在较低的水平，普遍面临人口老龄化的挑战。尤其是二战以来，欧洲的人口结构变化更加剧烈。二战之后在欧美等国家出现"婴儿潮"在2010年前后同时进入退休年龄，因此，从20世纪末开始，欧洲的大多数国家的人口结构都进入了快速老龄化的进程。

从国际经验看，发达国家中第一个进入老龄化的国家是日本，日本的劳动人口占总人口的比重及总人口的数量从20世纪90年代初开始出现拐点，随之出现的是日本经济持续的低迷和政府债务的不断增长。

整个欧洲从现在开始就要重复十几年前日本的故事了，这意味着这些国家将陷入长期的衰退。这才是欧洲债务危机爆发的真正原因。因此，与其说是欧洲的债务危机，还不如说是欧洲的人口结构危机、高福利社会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机。

从人口结构的情况看，除了上述的日本和欧洲大多数国家同时进入快速的老龄化状态之外，俄罗斯也已经进入这个行列，美国从2010年开始进入退休潮，但人口老龄化的速度比其他发达国家要慢。中国将从2015年开始加入老龄化的队伍，历史留给我们的最佳发展时间已经十分有限。

四、债务危机有可能演变为欧盟的政治危机

要解决欧洲的债务危机，必然要减少政府和居民的支出，生活水平出现下降，社会公众对政府不满的情绪会上升，政治危机一触即发。尤其需要关注的是，2010年和2011年是不少国家的大选年份，这些危机可能会因此而引爆。

按照欧盟与国际货币基金组织的救助方案，受援国必须实行严厉的财政紧缩政策，在三年内财政赤字占GDP的比例要降到3%以下，这是主权债务危机严重的几个国家根本不可能达到的目标。救援资金的利率是5%，而希腊今明两年的GDP增长都不会低于-5%，根本就不可能有任何的偿还能力。西班牙目前的失业率已经高达20%，40%的青年处于失业状态，如果按照救援计划的要求进一步紧缩财政，那么经济就会更加雪上加霜，失业率就很可能攀升至30%，社会矛盾就会大规模爆发，经济走出困境的难度就会更大。因此，从一定意义上来说，欧洲主权债务危机的救助难度比美国次贷危机还要大，其拖延的时间也会比次贷危机更持久。

当前的希腊局势已经为上述推测提供了一个诠释。当国际货币基金组织和欧盟承诺给予希腊政府资金支持时，附加的条件是财政紧缩、减少政府负债的规模，希腊政府在降低政府支出的同时必然要加税，这就使得普通民众的工资收入减少而支出增加。当社会公众认为自己的负担增加而真正的富人负担并没有增加时（希腊具有庞大的地下经济规模，而政府对地下经济的征税能力非常有限），不满的情绪自然会突然喷发，引发全国范围内的大罢工。

在未来的时间里，危机随时都会进一步爆发和蔓延，作为欧洲经济实力较强的国家——德国很可能退出欧元区，一旦德国退出欧元区，那就意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着欧元区乃至整个欧盟的解体。欧元区的解体还有一种可能，那就是多个国家爆发危机导致救无可救，最后整个欧元区解体。

表 4-2 2010 年前后世界主要的大选时间表

国家	总统选举	国会/议会选举
美国		2010 年 11 月
英国		2010 年 5 月
澳大利亚		2011 年 4 月
希腊	2010 年 2 月	2011 年 9 月
爱尔兰	2011 年 10 月	
葡萄牙	2011 年 1 月	
阿根廷	2011 年 10 月	2010 年 6 月
巴西	2010 年 10 月	2010 年 10 月
智利	2009 年 12 月	2009 年 12 月
墨西哥		2010 年 7 月

如果欧元发生崩溃，那就会使整个欧洲经济倒退 10 年，世界经济也将面临重大灾难。货币体系的重建、经济衰退的结束与国家关系的重整都将经历一个十分漫长的过程，即使像德国与法国这样经济状况较好的国家也会被其他国家拖累而长期陷入困境。

五、中国应该从容应对欧洲的债务危机

在分析应对欧洲债务危机的对策之前，我们应该反思一下应对美国次贷危机的得失与教训。笔者以为，2008 年年底我们在应对美国次贷危机时有些失策。

从事后的表现看，中国的 4 万亿投资计划和宽松的货币政策的确使全球经济摆脱了困境，但中国除了获得廉价的喝彩之外，并没有获得多少实惠，我们需要花更昂贵的价格采购我们需要的石油、铁矿石等资源，中国铝业公司与澳洲矿产集团已经签好的并购协议也因为全球资源价格的上涨而泡汤。

假如 2008 年和 2009 年中国的刺激措施力度缓和些：财政政策上象征

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性地出台一些刺激计划，但规模控制在数千亿人民币，信贷控制在5万亿上下。那么，2009年的全球石油等各种资源产品的价格不仅不会大幅度上涨，而且会持续下跌。因为只要资源价格下跌，则依靠资源的国家（如俄罗斯、澳大利亚及中东产油国）的经济运行将受到重大打击，到期债务将无法偿还，必将以更低的价格出卖资源产品，导致这些矿产价格不断走低。此时，中国的2万多亿美元的外汇储备将真正派上用场。中国不仅可以获得当前需要的各种廉价的资源，而且可以通过收购的方式获得全球各地大量的矿山、企业，为中国未来的数十年发展提供资源保障。

欧洲债务危机为中国提供了第二次历史性的机遇，我们不能再次错过这次机会。笔者建议如下：

对外政策方面：我们可以适度参与救援欧洲诸国的债务危机，更多地应该表现在道义上，而不是行动上，只有到十分危急的关口，才能真正出手。只有这样才能获得最有利的谈判条件。切不可过早地出手，犯2008年和2009年的错误。

需要关注的是，欧洲很多国家都是反对全球化的，在遇到危机之后，反对全球化的浪潮会更加强烈。因此，中国在外交上必须积极参与对欧洲危机的救援，以增强感情上的联系。

对内政策方面：我们应该实行从紧的货币政策，对资产价格保持高压态势，防止自己陷入泡沫化的危机。

从出口看，欧盟是中国的第一大贸易伙伴，欧洲出现危机必然会导致中国的出口下降。欧洲的危机已经通过两个途径影响到中国的出口，一是欧洲的需求减少，二是人民币相对于欧元和英镑大幅度升值，降低了中国产品的竞争力。如果采取紧缩的货币政策可能会加速企业的破产。

但笔者认为，我们不要过于关注出口的减少。对于中国来说，企业倒闭、工人失业，不会导致西方那样的社会稳定问题，出口企业的工人大多数是农民工，从年龄上看，大多属于80后和90后，这些农民工还没有自立门户，在决策和行为上还受其父母约束，他们有在农村的家庭为依托，即使失业也不会产生重大的社会问题。再过几年时间，当这些80后和90后自立门户之后，如果出现大面积的失业，社会风险将比现在大大增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以把握好这个时间窗口，促进产业结构调整，促进技术升级。当欧洲危机之后，中国的工业实力必然有很大的进步，而欧洲的相对实力不可避免地进一步衰落下去。

反之，如果我们不利用这个时机迅速进行经济结构调整，等欧美摆脱危机恶魔之后，中国的制造业优势将很快消失。因为，美国、英国及欧洲的其他国家，在危机的打击之下都已经明确提出要重振制造业的战略，鼓励出口限制进口是应有之义，中国的出口必将受到越来越多的阻力。欧美发达国家的“二次工业化”对于中国这样的制造业大国来说是严峻的挑战。我们应该尽一切努力延迟欧美国家的“二次工业化”进程。

内外紧缩的好处是十分明显的。不仅有利于国内资产泡沫的消退，而且通货膨胀的压力会很快消失。更重要的是，此举可以有效调整我国的产业结构，促进经济增长方式的快速转变。另外，只要中国实行紧缩的政策，大宗商品的价格必然大幅度下跌。在全球资源价格大幅度下跌的过程中，让我们的 2 万多亿美元的外汇储备发挥更大的作用，为未来十几年乃至更久时期的经济增长创造条件。

如果因为欧洲的债务危机，我们立即降低房地产调控的力度，则我们不仅损失中央的决策权威，而且将又一次失去重大战略机遇！

日本因素：日本地震撼动全球金融市场

2011 年发生在日本的地震、海啸、核泄漏危机对全球金融市场的冲击主要表现在以下几个方面：

首先，一系列灾害将使日本的保险业面临巨额赔付，日本保险公司为了应对即将到来的巨额赔付就必须变卖其金融资产，这些金融资产不仅分布在日本市场，欧美金融市场同样有这些公司的投资，因此，日本保险业的巨额变现行为容易导致全球金融市场的连锁反应。日后如果出现保险公司因为巨额赔付而倒闭的话，影响将更大。除保险业受到冲击外，天灾会导致大量银行不良资产，银行业也会受到冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，使全球汇率市场出现剧烈动荡。日本长期实行低利率政策，使日本民间有很多资金在全球范围内进行套利交易，将手里的日元兑换成澳元、美元、欧元等货币，以获得比国内更高的收益。套利交易有一定的前提，日元兑其他货币必须保持稳定或日元保持贬值的状态，如果日元大幅度升值则套利交易就要被迫进行反向操作，即卖出澳元、美元等货币并买进日元。因为日本持续进行量化宽松的货币政策，民间进行日元与其他货币的套利交易数量巨大，因此，每当日元汇率升值时就会引起套利交易者大量的反向交易，于是，会导致日元的进一步波动。好在 2008 年之后，随着美国利率的大幅度降低，套利盘口应该比之前有大幅度减少，否则此次日本天灾引起的日元汇率波动将更大。1995 年日本神户大地震后日元急升了 20%，估计这次升值的幅度要小于 20%。2011 年 3 月 15 日，随着核泄漏危机的加剧，日元汇率急剧升值，日元兑美元一度突破 76:1 的水平，创二战后的新高。2011 年 3 月 17 日七国财长决定联合干预日元汇率，日元汇率又迅速贬值 3%，回到 80 以上的水平。汇率的波动可见一斑。

再次，全球产业链会出现问题。日本是全球最重要的工业制造国之一，在全球产业链中有重要地位，由于此次天灾导致的钢铁、汽车、芯片等暂时停止生产，将严重影响分布在全球的相关产业的生产。日本与中国的产业联系十分紧密，中国的大多数高科技产品，如精密仪器、仪表、芯片等都是从日本采购，日本生产的中断直接影响到中国相关企业的正常运转，有些企业将会被迫生产中断。对中国影响最大的当属家电制造业和电子制造业，这些行业的中国企业的关键零部件都是从日本采购的，短期内这些公司的生产会受到影响。当然，这也不完全是坏事，可能会刺激国内企业加速自主创新的步伐，使产业链更加完善。

最后，核泄漏将直接导致全球范围内核电业发展的停滞，在日本地震之前，我国股市曾经将这些公司的股票一炒再炒，股价严重偏高，核泄漏危机之后，有关核电设备制造公司的股价将出现大幅度下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　越是牛市，越有风险

牛市回望：6124 点给我们的启示市①

今天是 2008 年 10 月 16 日，一年前的今天上证综合指数创出 6124 点高位，而至今已经跌去近 70%，一年后的今天再回首遥望 6124 点高峰，笔者有很多感慨。

首先感慨的是指数为什么能上 6000 多点的高位。现在有很多分析师长篇累牍地分析 2000 点是合理的价位，按照现在的分析，3000 点就是高位，4000 点就是令人恐惧的高位，6000 点应该是无人区了，但股指在 1 年前却上了 6000 点，而且追随者甚众。这其中有两个主要原因，一是广大投资者对市场的风险知之甚少，尤其是对基金的风险缺乏了解，因此，一路追随投资基金上了 6000 点的高峰；二是基金的误导，如果说老百姓买基金是不懂股市风险是可以理解的，那么基金在高位买股票是有意而为之的。在 6000 点没有一家股票型投资基金的仓位是低于 70%，大多数基金的仓位都是 90% 以上，难道是基金经理不知道风险吗？当然不是，很多基金经理的“老鼠仓”在 5000 点就清仓了，但他们掌控的公募基金却一直在买股票，原因是奖金在作怪，只要牛市不结束，仓位越高意味着年底的奖金越多，万一做错了方向，损失的是奖金而已。因此，基金经理实际上是拿别人的

① 本节原文写于 2008 年 10 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱来冒险，为自己赚奖金。华尔街为什么会崩溃？原因其实就在“奖金”上面，这些投机家们拿着别人的钱冒险为自己捞好处。如果说是贪婪毁了华尔街的话，那么同样是贪婪让中国股市上了6000多点的高位。中国出现股灾的原因与美国产生次贷危机的道理如出一辙。

如果我们设计一个新的奖金发放制度，让金融高管和基金经理的奖金分批发放，当期只兑现一部分，大部分奖金等一年或几年后兑现，如果出现风险暴露的情况，应该扣除相应的奖金，将奖金变成风险抵押金，则基金经理的投资行为就不会只看短期效果了。

其次感慨的是为什么政府让股市涨到6000多点。这是一个敏感的话题，同样是我们不容回避的问题。全世界的股灾大多是因为股市暴涨而导致的，如果没有股市的暴涨，就没有股市的暴跌。但有一个共同的现象是，政府在股市暴涨的过程中几乎都无所作为，因此，政府一般都在股市暴跌后采取补救措施，而很少在事前作预防工作。

原因并不复杂，因为平抑股市投机的任何政策措施都会遇到市场舆论的强烈反应，去年5月30日出台印花税调整政策之后出现的一系列反应就是一个典型事例。从日本和我国台湾地区的经验看，在股市泡沫膨胀的过程中，往往会出现各政策职能部门互相推诿责任的情况，大家都对股市泡沫讳莫如深，以免引火烧身。因此，希望与股市有关的部门和领导来对股市泼凉水是不现实的。而股市本身有自己的复杂性，非专业的人士一般难以把握，他们不敢冒天下之大不韪，在别人赚钱的时候对股市妄加评论。2001年吴敬琏老先生对股市发表了中肯的言论而被千夫所指就是对此现象的最好诠释。因此出现怪圈——“知道的人不说，不知道的人不敢说”。

应该肯定的是，在这轮股市上涨过程中，监管层对股市风险的提示工作做得还是很及时的，3000点后就开始提示市场风险。这比国外股市要好得多。但可惜的是股市还是攀上了“高峰”。

回想当年格林斯潘在执掌美联储时，处理美国的股市泡沫时也不会高明多少。尽管他对股市上涨已经表示担忧，而且也对股市上涨采取加息政策来遏制，但公开场合却一直回避这个问题，因为格老深知这是一个政治问题。同样的问题在日本也发生过，20世纪八十年代后期的日本股市泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断膨胀，没有一个业内高官对此表示过风险提示或政策建议，捅破泡沫的据说是一个不懂经济的行政官员。

所有的政府都惧怕金融危机和股市危机，但没有一个政府能避免重蹈别国的覆辙，其中的确有许多问题值得我们深思。

牛市特征：牛市如洪水，载舟亦覆舟①

一、股票的一级市场资金充裕说明了什么问题

2007 年 7 月 12 日，同一天结束申购的南京银行、宁波银行、蓉胜超微、高金食品四个新股，冻结资金高达 20129 亿元，创出新股冻结资金量新高，而该纪录在两个月后被北京银行的发行打破，北京银行单只股票冻结了 19000 亿元资金，加上另外两只新股冻结的资金，一级市场的资金总量超过 3 万亿元！这个资金总量居然超过了深圳股市的流通市值。

什么原因导致了股票一级市场有如此多的资金？从其中我们又得到哪些启示？

一级市场的巨额资金源于其中的无风险的套利机会。笔者做过跟踪研究，自 1996 年以来，一级市场的无风险收益率平均在 20% 左右，有些年份超过 40%。一级市场较高的无风险收益率来源于股票发行市场扭曲的制度设计：一级市场没有实现市场化运作。自股市产生以来，股票市场的发行一直受到严格的行政控制，起初是因为计划经济思路的影响，发行的规模和速度受到计划指标的控制，发行的价格也基本控制在 15 倍市盈率左右。而二级市场的价格很少在 20 倍市盈率之下，因此，一级市场与二级市场之间存在较大的价格差，资金可以在二者之间进行无风险套利。

从 2000 年开始，我国股票市场曾经试验过市场化发行，但因为政府一直在意股市的价格波动，担心股市发行速度不受控制会导致股市价格的大

---

① 本节原文写于 2007 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅度下跌。因此，只对发行定价实现市场化，将一级市场的定价完全和二级市场挂钩，希望通过此举消除一级市场和二级市场之间的价格套利机会，但改革的结果并没有消除一级市场的无风险收益水平，反而推高了二级市场的股价。2000 年进行的股票发行改革试验失败的根本原因在于放开发行定价的同时，人为控制了发行的速度和规模，其实只是“单边的市场化”。但如果不控制发行的规模和速度，新股扩容的速度一定会很快，二级市场的价格就难以维持在高位，市场的力量会使股市回到均衡的状态。可见，一级市场存在无风险套利机会的根源是政府对二级市场高股价的维护。

从过去的经验看，一级市场的收益率与二级市场的股价成正比，和一级市场的资金成反比。一级市场的发行定价一直在 20 倍市盈率左右，因此，当二级市场股价高的时候，一级市场的收益率就高，于是每当股价很高的时候，总是会引来大量的资金来打新股。

2005 年以前的一级市场资金主要来自于个人投资者、基金、证券公司，最近一年多来，很多银行机构设计了和新股发行挂钩的理财产品，使一级市场的参与者大大增加。在一定程度上，我们可以说，与新股挂钩的银行理财产品的出现打通了储蓄存款与股票市场的通道，在该种理财产品出现之前，股票一级市场的收益率与大多数储蓄存款客户之间并没有什么关系，但有了该产品后，只要一级市场的收益率超过一年期存款的收益率，相当比例的储蓄资金都可以成为一级市场的资金。从目前的收益水平看，一级市场的月收益率大约可以达到 1% 左右，远远超过储蓄存款的收益率，因此，一级市场的资金规模屡创新高就不难理解了。

一级市场有 3 万多亿的资金与二级市场之间有什么关系？一级市场的巨额资金的存在源于较高的无风险收益率，而较高的无风险收益率和二级市场的高股价有关；但一级市场的较高无风险收益率又反作用于二级市场，使大量资金从二级市场退出到一级市场。总体而言，一级市场的资金与二级市场的资金又有不同的偏好，一级市场的资金主要是风险厌恶型的，而二级市场的资金是风险偏好型的，但二者之间依然有关系。当一级市场资金数量不断增加时，新股的中签率就下降，新股的首日开盘溢价就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加，新股的高定价会刺激二级市场的股价上涨。因此，一级市场充裕的资金虽然不能直接购买股票，但会间接刺激股价上升。

从理论上看出，新股收益率会逐渐和债券收益率接轨，因此，接近12%的一级市场收益率还是偏高的，打新股的资金还会不断增加。对于股票市场的投资者而言，这属于利好，但过多的资金有可能会形成“洪涝灾害”；对于银行而言，大量的资金游离在外则不是什么好事。

二、警惕覆舟的牛市洪水

时任中国银监会副主席唐双宁先生在2007年3月末写了一篇题为《金融如水》的文章，他将金融比作水，开篇引用了老子的话：“上善若水。天下莫柔弱于水，而攻坚强者莫之能胜。”他认为：“金融如水一样滋润社会成员，浇灌着经济发展。然而金融之水，既如处女般之温柔，又如野兽般之凶猛。金融如水，水能载舟，亦能覆舟。如果金融之水管理不当，发起水来气势汹汹。”

唐主席的上述比喻的确让人拍案称奇。尤其是关于金融的“潮水效应”的论述，不禁让笔者寻思良久。

如果说金融如水的话，那么当前的流动性过剩就如高位之水了。水在水库里的时候，不管它的水位有多高，只要水库的大堤没有出现什么异常，水依然是平静的，这时的水不会产生什么不好的后果。但如果水库的水位很高时，出现了大堤决口，那后果将是不堪设想！同样，流动性过剩并不可怕，可怕的是这些过剩的流动性找到了宣泄的渠道。笔者认为，当前的包括股市和地产在内的资产上涨就是当前的资金宣泄的渠道，犹如大堤决口一样，使资金疯狂涌向这两个市场，这是十分可怕的！

2007年，在证券公司营业部里到处都能看到排队开户的人群，根据证券登记公司的统计，2007年的前3个月，已经新增500多万新的证券账户，这相当于2006年全年的2倍多。2007年春节过后的20个交易日里，每天新增加10万个户头，2007年4月后，每天开户的人数连续超过20万、30万，2007年4月16—20日的一周时间里新开户人数就超过了2005年全年。据证券公司的人介绍，所有证券营业部都在超负荷工作，要想当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天实现开户，必须一大早到营业部排队。在投资者大量入市的同时，交易量直线上升，两市的日交易量从 2006 年年初的 200 亿元增加到 2006 年 5 月的 500 亿元、2007 年 3 月的 2000 亿元、2007 年 4 月的 3000 多亿元。

在股票市场热闹的同时，我们看到金融统计数据的剧烈变化。2007 年一季度人民币各项存款增加 1.88 万亿元，同比少增 597 亿元。分部门情况看：居民户存款增加 1.1 万亿元，同比少增 836 亿元；非金融性公司存款增加 4403 亿元，同比少增 761 亿元。在存款出现明显变化的同时，贷款也出现很大变化。今年一季度人民币贷款增加 1.42 万亿元，同比多增 1678 亿元，居民户贷款增加 3321 亿元，同比多增 1578 亿元。根据以前的情况，居民贷款的主要用途是住房消费和汽车消费，但我们考察 2007 年一季度市场的情况，住房及汽车市场并没有出现，可见，导致居民贷款出现异常的并非是住房和汽车消费，而是股票市场，这些贷款大多数都进入了股票市场。

在股票交易中常常看到“翻江倒海”的场面，工商银行等超级大盘股动辄日成交数十亿元，往日这些定海神针如今被市场操纵者轻松玩于股掌之间；连续 10 个以上涨停板的股票比比皆是，连续 20 个涨停板者也不断出现，而类似杭萧钢构顶风作案者时有发生；新基金的发行则出现抢购的局面，2006 年年底，嘉实基金用 1 天时间募集了 419 亿元资金，这样的纪录在 2007 年 4 月被上投摩根基金公司所打破，有 900 亿元的资金申购该基金公司发行的新基金。

在股市创造的一系列纪录中，有几项是不能不提的。2006 年 10 月，工商银行的上市创造了全球股票市场有史以来最大的 IPO；我国有全球最贵的银行股，而且，我们曾经有全球市值最大的银行。按照全球市场的统计，大银行股票的价格一般是其市净资产的 2 倍左右，成长性最高的银行股其价格为净资产的 4 倍，但我国的所有银行股的价格都超过了 4 倍的上限。当工商银行的价格最高时，其市值甚至超过了全球最牛的银行——花旗银行，开了一个超级“国际玩笑”。在 2007 年第一季度，有超过 50% 的股票涨幅超过 100% 。从总体而言，2007 年我国股票市场的市盈率已经超过 40 倍，大大超出了 20 倍的合理范围，在目前的全球股票市场中，也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最高的。当然，有人根据最新的上市公司年报和季度报告数据，认为动态市盈率只有28倍。这是不正确的，因为当前的经济景气是最好的，上市公司的盈利能力也是最好的，不能用最好的盈利数据来说明问题，另外，在牛市的时候，上市公司倾向于多报业绩。

在这些不断被刷新的数据背后是资金洪流的“一往无前”与“势不可挡”，有如决堤之水一泻千里！当很多专家提示风险，认为市场估值已经偏高的时候，股价以快速的上涨来嘲弄专家。同样，当央行提高利率时或提高存款准备金率时，股市以更高的价格来回敬政策调控。

这些数据和现象表明，当时股票市场已经成为过剩的流动性的宣泄渠道。问题的严重性在于，股票市场的牛市会自我强化。当市场价格不断上涨时，快速赚钱的效应会导致资金不断进入股市，推动股价以更快的速度上涨。如果没有外力的阻止，该循环就会不断演绎下去，形成巨大股价泡沫，直到泡沫破灭这个游戏才会结束。因此，只有及时采取措施（包括行政手段）才可以防止泡沫经济的出现，减少泡沫经济的危害。当我们遇到资产价格出现泡沫化的趋势时，应该当机立断采取措施阻止泡沫趋势的蔓延。当前就是应该当机立断的时候了。

如何及时采取措施防止股市泡沫的继续膨胀？笔者认为，应该在采取经济手段（主要是提高利率）的同时，采取行政手段和司法手段。

可以从以下几个方面入手：

（1）提高利率。提高利率是遏制资产价格泡沫膨胀的最有效手段，但利率调整的幅度是有限的，它受制于汇率改革政策与形势。另外，在实体经济价格平稳的背景下大幅度提高利率是有悖常理的。因此，当前只能适度提高利率，当前，可以将利率提高1个百分点。

（2）严惩操纵股价的行为，打击市场投机。尤其要严惩公募基金参与股价操纵的行为，严惩基金的老鼠仓行为。基金参与市场价格操纵的主要目的是使老鼠仓获得暴利，要使机构投资者市场树立正确的投资理念，必须严惩从事老鼠仓的行为。

（3）通过抓典型案例来强化上市公司的信息披露责任，减少内幕交易。最近，证监会已经出台有关政策控制内幕交易，对市场的内幕交易会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起到一定的作用，但必须看到，光依靠证券监督部门监管是无法消除内幕交易的，应该通过完善集体诉讼制度来增加上市公司监管的有效性。

（4）严格控制个人贷款投资股票的行为，禁止利用信用卡透支的方式炒作股票或基金的行为。从第一季度的金融统计数据可以看出，个人信贷增长了100%多，而同期的住房市场及汽车市场并没有出现大的波动，说明这些资金主要流向了股票市场。尤其需要关注的是，很多人利用信用卡透支的方式从银行套取资金，一旦市场出现大的波动，这些资金就无法按时还给银行，其中隐含着很大的风险。

（5）国家应该通过适当途径和方式向股票投资者和基金投资者提示风险。很多人反对利用行政的方式调控股市，理由是此举违背市场经济的常理。笔者也不赞成经常性地利用行政手段干预经济活动及股票市场的行为，但特殊情况下必须采取特殊的手段。试问：1997年香港金融保卫战采取的是市场经济的手段吗？2005年的股票市场改革是市场经济的手段吗？为什么在股市出现非理性下跌的时候大家都渴望政府出面对市场进行干预（希望政府托市），而市场出现非理性上涨的时候却忘了政府的作用？无非是利益在作怪！

2007年的牛市行情中每天新增加20多万新股民，其中大多数人对股票及基金的风险一无所知，国家有理由有责任向这些人提示股市风险。我们还应该记得传销曾经在我国失控的事实。传销作为一种商业营销手段，在其他国家一直发展良好，但该销售方式进入中国后就出了问题，少数人利用群众发财心切的心理，蛊惑大家参与这项活动，让很多不明真相的人蒙受了很大损失，即使宣布传销为非法活动，也难以禁止它。这件事说明，中国有自己的国情，老百姓的发财梦想一旦被蛊惑起来将不可想象，我们不能盲目套用西方成熟市场的管理方法，利用行政方式调控我国股市是不可或缺的。

当我们重温历史上国外著名的泡沫经济案例时，总是无法理解当局为什么没有能够及时采取措施制止泡沫的膨胀？面对中国数千万股票投资者，我才明白历史上的这些泡沫危机的真正原因，这其中有经济学家所无法理解的原因所致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真乃“上善若水……天下莫柔弱于水，而攻坚强者莫之能胜”。

牛市阴云：警惕“资本海啸”征兆出现

在自然灾害中，最为恐怖的应该是海啸了，海啸是由于海底的强烈地震引起的海水迅速上涨而形成的海洋巨浪，海啸有极强的破坏力，在2004年的印度洋海啸中有近30万人丧生。在金融市场同样有类似“海啸”的现象：由于特殊的原因可以导致投资者的预期普遍乐观，从而使金融产品的价格快速上涨，我们可以称之为“资本海啸”。股票市场和期货市场是资本海啸的常发领域。

资本海啸的破坏力可能比自然界的海啸更大。自然界的海啸影响的只是发生海啸区域局部的农作物及人的生命安全，等海啸之后，一切都很快恢复到以前的状态。而资本海啸会形成巨大的金融资产泡沫，冲击一个国家（甚至几个国家和地区）的经济安全和金融安全，它会使受冲击的国家和地区的经济长时间难以恢复元气。

资本海啸产生的原因是市场预期的高度一致。在什么样的情况下会导致投资者的预期一致地乐观？国内外学者在研究股票市场的泡沫时已经给予了很多研究与探索，笔者在此不再赘述。我想分析和说明的是发生在我国股票市场的一些类似资本海啸（或者说是资本海啸的一些前兆）的现象。

征兆之一是“大象”跳舞。2006年11月中旬之后，股票指数连续超越了1900点、2000点、2100点、2200点四个整数关口，股指大涨400点的时间只有短短的不到1个月的时间，更不可思议的是，取得这些“成绩”的背景是在超级大盘股——工商银行——上市之后，从以往的规律看，一只大盘股的上市会拖累指数的上涨，就在工商银行上市之前，还有很多人在担心该股票对市场产生的冲击，但结果却完全出乎意料：工商银行从上市的第二天开始稳步上涨，连续上涨了近一个月。在工商银行的带领下，银行股普遍大涨。工商银行上市之后，银行股的流通市值已经超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个市场的1/3以上，有6000多亿的市值，在正常情况下该板块是炒不起来的，而如今，“大象”不仅能够跳舞，而且步伐还非常欢快。

征兆之二是市场“疯牛”频出。最近一段时期，资金向大盘指标股集中的现象非常明显。从盘口看，越是盘子大的股票上涨的速度越快，工商银行、中国银行、招商银行、中石化、中国联通、宝钢等超级大盘股成为资金追逐的对象，这些股票的单只日成交额动辄十几亿元、二十几亿元，而两个市场的日成交量从2006年10月的400多亿元增加到2006年11月的600多亿元，在2006年12月1—8日的6个交易日的成交量都超过了800亿元。源源不断的资金像汹涌的海水一样涌向股票市场，出现了很多奇观：上港集团连续三个交易日涨停、北辰实业连续20个交易日收出红盘、招商轮船上市之后连续拔高……这些现象表明，这些“大象”不仅是停留在“跳舞”的层面了，它们已经成为“疯牛”。

征兆之三是两极分化。这次股市的上涨幅度很大，但上涨的股票数量却越来越少。有人做过统计，2006年5月，有963只股票的涨幅超过指数。而后就逐渐减少，到2006年8月，超过指数涨幅的股票为576只，2006年9月为511只，2006年10月为304只（两成），最狂热的11月只有200多只股票的涨幅超过指数。市场将该现象称为“二八现象”或“一九现象”。

之所以出现上述现象，是与机构投资者集体做多有密切相关的。只有众多机构投资者一起携巨资冲进这些巨型股票，才能击起市场层层波澜，甚至是“巨浪”。说得更直白些，是众多的机构投资者集体建仓所导致的。

为什么会出现大批机构投资者集体建仓？原因是基金的集中发行。据统计，2006年10—12月，有20多只基金集中发行，筹集的资金超过了2000亿元。最具有代表性的是2006年12月初嘉实策略增长基金的发行，该基金只用1天的时间就募集约419亿元。当这些基金同时募集，同时建仓时，就会出现类似“资本海啸”的现象。

“分流储蓄资金，实现专家理财”本是证券投资基金的积极意义所在，但有关部门如果不控制好基金发行的节奏，不对基金的发行进行适当的调控，过多的储蓄资金在很短的时间里集中冲向股票市场，好事也可能变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏事。尤其是在流动性过剩的背景下，2005 年的良好赚钱效应会使储蓄资金疯狂进入基金市场，有关部门应该在投资者疯狂的时候保持冷静，安排好基金发行的节奏：在市场好的时候尽量少发行基金，在市场调整的时候多安排基金发行。适当的调控可以稳定市场的预期，避免“资本海啸”出现。

牛市调整：银行股也难以成为救命稻草①

自 2008 年 1 月中旬中国平安推出巨额融资议案以来，银行股大跌 20% 以上，从表面看是平安融资惹的祸，但占权重近四成的金融股集体大跌 2 成以上不是这样简单的原因能够解释的。

至少有以下原因导致了银行股及金融股的大跌。

一、基金的集体失误

本轮股市的调整是从 2007 年 10 月 16 日开始的，但银行股的下跌是从 2008 年 1 月 14 日开始的，在 2007 年 10 月 16 日至 2008 年 1 月 14 日这三个月的时间里，大盘股指最大跌幅达 20%，但其间银行股跌幅甚微，有些银行股还创出了新高。这说明在此期间，基金减持其他股票而增持金融类股票。

这段时间不仅国内股票市场是一直下跌的，国际市场正被美国次级债风波折腾得焦头烂额，欧美很多银行都深陷其中，投资者担心损失继续扩大，于是纷纷抛售银行类股票。但与此相反，我国银行类股票却成为弱市的救命稻草，可见，这是基金的集体错误所致。

公开的资料可以佐证我的推测：截至 2007 年 9 月末，有 176 只基金持有招商银行股票，持股数量占流通股比达 55.17%，持股总市值 994 亿元。但上交所 11 月 5 日的分类账户统计显示，基金、券商、QFII 三类机构共

① 本节原文曾载于 2008 年 4 月《新财经》杂志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有481家持有该公司股票，占其流通股本的72.13%。基金增持的份额增加明显。

基金为什么看好银行股？主要原因是银行在2008年前三季度出色的业绩表现，在前三季度，银行总体业绩比去年同期增长超过60%，尤其是大银行的表现普遍好于市场的预期。仔细分析，导致银行股业绩飙升的原因主要有两点：一是存贷利差增加。因为今年央行连续提高利率，但活期存款利率一直没有增加，同时，由于股市活跃，银行活期存款所占比例迅速增加，这点可以从M1的增长速度超过M2的增长速度中看出来（M1从2005年年底的11%增加到2007年10月的22%）。第二个原因是非利息收入大幅度增加，主要是卖基金的收入，2007年基金的规模迅速增加了2万亿元，这些主要通过银行，尤其是网点多的大银行销售的，银行代销基金所获得的收益是无风险收益，从公开资料显示，工商银行和建设银行在今年前三季度代销基金所得都超过120亿元。因此，从银行公布的财务数据看，中间业务收入成倍增长。

如果这样的业绩表现在未来可以保持的话，我们没有理由不看好中国的银行股，但笔者认为，这样的表现难以持续，其业绩拐点在2007年第四季度实际已经出现了。

我们不妨再仔细分析一下导致银行业绩大幅度增长的原因，上述两个原因其实都与股票市场直接相关。例如，为什么银行存款出现活期化倾向？主要原因是老百姓将定期存款到期之后转为活期，以备炒股之用，如果股市不再有赚钱效应，活期存款的比例将迅速降低，M1增速将很快下降。从最近10年的历史数据看，M1增速持续在20%以上的时间都较短，因此，银行由于存款活期化所获得的收益将减少。当然，如果未来央行再提高贷款利率而不增加活期存款利率的话，银行利差还将增加。但有一点我们应该注意，2008年第四季度，由于国家宏观调控的加强，银行贷款收到严格的约束，其增量将十分有限，不排除有下降的可能性，因此，2008年第四季度的银行利差收入将环比大幅度减少已成为定局。我们再看导致银行业绩增长的第二个原因——非利息收入的增长，它与股市行情的关系更加直接。但笔者断言，基金的销售将从2007年第四季度开始进入低潮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，2008 年也难以再现 2007 年的辉煌，因此，2007 年第四季度及 2008 年的银行非利息收入同比及环比都将大幅度减少。

二、花旗银行巨亏将 A 股也拉下水

花旗银行于 2008 年 1 月 16 日公布，受累于近 180 亿美元的次贷相关资产冲减，该行在 2007 年第四季度巨亏 98.3 亿美元，为花旗有史以来最大的季度亏损，也超过了此前市场最悲观的预期。受此影响，全球股市大跌，A 股市场也不例外，上证综合指数继 2008 年 1 月 16 日大跌 150 多点后，17 日再跌 130 多点（17 日一度跌幅超过 250 点，最大跌幅为 5%）。

为什么花旗银行巨亏能将 A 股也拉下水？直接的传导渠道是 H 股市场。自 2007 年 11 月以来，香港恒生指数从 32000 点下跌到 2008 年 1 月的 23000 点左右，幅度近 30%，尤其是银行股的跌幅巨大，工商银行、中国银行、建设银行的股价跌幅都超过 30%。毫无疑问，这些银行股的下跌与花旗等银行股在次贷危机中的不好表现直接相关。受次贷危机影响，花旗的股价已经跌近净资产，市净率到了 1 倍左右，花旗的股价下跌使不少套利资金从中资银行股撤出，因为从估值的角度看，中资银行股比花旗的贵很多，花旗的市净率为 1 倍，而工商银行等的股价定价一度超过 4 倍，显然，卖出中资银行股买进花旗等股票是不错的套利机会。

于是，我们看到，自 2007 年 11 月以来，在香港上市的中资银行股一直处在下跌的状态，H 股的下跌直接影响到国内 A 股市场的表现。就在国内媒体憧憬股市攀上 8000 点或 10000 点时，这些银行股却一直欲振乏力、疲态尽现，原因就在于 H 股的不好表现。这是花旗银行巨亏对国内 A 股市场的直接影响。

三、美国次贷危机挑战我国对金融股的估值方法和体系

国内市场对银行股的估值倾向于市盈率法，看中每股盈利能力及利润的增长速度。但国际市场对银行股的估值则倾向于以市净率为标准，大银行的估值一般为市净率 2 倍左右。其中的差异来源于国内市场与国际市场对金融业理解的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗银行巨亏事件使我们清醒地看到，金融业与一般实业有本质的不同。我们应该承认，花旗的历史是辉煌的，花旗的各项经营指标在全球同行中都是名列前茅的，但就是这样优秀的银行也难免马失前蹄，原因在于银行业是经营风险的行业，宏观经济的波动风险最后都转嫁到银行。尤其像我国以银行融资为主的国家，银行的风险更大。如果看不到银行业的本质特点，就不能给银行股准确定价。为什么一般行业的 IPO 定价以市盈率为主要依据，而银行业却以市净率为主要参照？原因就在于此。

在美国股票市场历史上发生过无数大大小小的金融危机，银行股经历了无数风雨洗礼，投资者十分清楚银行业的风险。由次贷危机所导致的花旗银行巨亏事件只是历史的重演而已。一个有趣的现象是，在欧美国家的股票市场，银行类的上市公司总是想方设法给自己头上罩上一个“非银行业”的帽子，因为市场对银行类公司的估值水平一般低于制造业，比新兴行业的估值更是低得很多，一家上市公司一旦被市场认定为是银行类公司，定价水平将难以摆脱这个“魔咒”。为什么这些市场的投资者对银行业有如此之偏见？笔者认为，这是在长期实践中不断试错的结果。

当花旗的股价已经跌近净资产，市净率只有 1 倍左右，而我国的三大银行的股价依然在 4 倍左右的市净率，我们不能无视如此之大的定价差距了。一直以来，国内股市对银行股的定价与国外股市差别十分明显。很多分析人士对此的解释是，因为我国经济的高增长和银行业务的快速增长，因此我国银行股应该有成长溢价。我国依然处在经济转轨阶段，经济改革的成本实际上有很多都要由银行承担，因此，银行要给投资者带来丰厚的回报。这种说法存在一定疑问，我们不妨回顾一下改革开放以来我国银行业的经营情况，在工商银行、中国银行及建设银行上市之前，国家给它们剥离了数万亿的不良债权，动用国家外汇储备才勉强凑足了注册资本。由此可见，我国商业银行的风险之大。

如果将视野再扩大些，将银行的经营放在我国金融业改革的大背景下考察，则情况更加不妙。未来的金融改革趋势有两点是十分肯定的，一是利率的市场化趋势，二是直接融资的比例将大幅度增加。利率市场将迅速降低目前的利差不合理的情况，接近 4% 的利差是银行业表现良好的基础，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这样的局面随着利率市场化步伐的加快将逐渐消失，在流动性过剩的背景下，银行利差可能会降到2%左右。直接融资的扩大又称为“脱媒”，“脱媒”的过程实际已经开始，但在2007年银行业在“脱媒”的过程中意外地享受到了“好处”（即非利息收入的大幅度增长），但这样的“好处”是一次性的，接下来将是痛苦的考验。在美国，“脱媒”过程经过了30年，银行在此过程中经历了十分艰难和痛苦的煎熬，中国的银行业显然对此还毫无心理准备，非利息收入暂时的大幅度增长像迷魂药一样掩盖了金融结构变革给银行业所带来的真正痛苦，同时也让众多机构投资者被假象所蒙蔽。

但我们似乎都相信银行是最赚钱的行业，中国经济的高速增长就应该让中国的银行业股票的定价远远超过国际估值水平，这些似是而非的推理反映了投资者对银行业缺乏认识，可能与牛市思维也有些关系，在牛市里，投资者总是往好处想。我国目前的大银行的市净率在4倍以上，有些银行的市净率超过10倍！或许几年以后，我们自己都不敢相信这都是真的。

四、平安和浦发再融资使投资者对金融类股票的估值体系彻底崩溃

价格是市场最主要的信号，当价格不合理的时候，市场就一定会通过自身的方式来调整。股价高估时，上市公司就一定会发行股票，大股东就会倾向于将手中的股票卖掉。时下热议的“大小非减持”和“巨额融资”问题其实是同一个问题，根源就在于股价太高。假如股价偏低和基本合理，这些问题就不成为问题了。因此，不管我们的估值方法和体系看上去多么完美，错误的方法和体系一定是经不起市场的检验的。平安和浦发的融资计划之所以引起上证指数大跌，产生了如此大的冲击，最本质的原因是它们彻底摧毁了我们对金融股的估值体系和方法。

对平安和浦发进行任何道义上的指责都是没有意义的，这是市场的规律，罪魁祸首实际是目前的市场把股价炒得太高了！阻止类似“恶意圈钱”行为的最有效方法是将股价修正到合理水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　当前熊市的真正机会在哪里

中国可能会陷入资产负债表型衰退

根据有些网友的统计，在全球各国的股市历史上，只有20世纪30年代的美国和20世纪80年代的泰国曾经出现过连续三年股市收阴的纪录，中国股市最长的熊市是2001—2005年，股市持续五年下跌，但从年线看2003年是阳线，当年上证综合指数涨了10%，深圳综合指数涨了26%。2010年和2011年股市出现了两连阴，尽管2012年勉强收阳，但从个股看，七成以上的股票是下跌的。残酷的事实告诉我们，当前的股票市场和中国经济似乎出了“大问题”，需要投资者高度警惕。

笔者试图从资产负债表衰退的理论框架来进行此项分析。为了分析这些问题，笔者先从“资产负债表理论假说”说起。

一、“资产负债表衰退”假说及其意义

“资产负债表衰退”这一概念在传统的经济学教科书里几乎没有涉及，首先提出这个概念的是野村综合研究所经济学家辜朝明先生，辜先生在《大衰退》[①] 一书中系统阐述了该理论。

所谓“资产负债表衰退”是指：当全国性的资产价格泡沫破灭后，大

---

① ［美］辜朝明著：《大衰退》，喻海翔译，东方出版社2008年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的私人部门（企业和家庭）资产负债表都会随之处于资不抵债的状况，从而大规模地遏制经济活动，由此而造成的经济持续衰退。资产负债表衰退与一般的经济周期波动不同之处在于衰退的时间持续更长，历史上最典型的资产负债表衰退有20世纪30年代的欧美“大萧条”和20世纪90年代日本的经济衰退。毫不夸张地说，资产负债表衰退是经济学家及经济决策者们最望而生畏的经济现象。

“资产负债表衰退”假说是从考察微观主体的视角去分析研究宏观经济问题，该假说认为，当出现资产（主要是股票和房地产）价格大幅度下跌，私人部门的经济行为目标会发生重大变化，由追求利润最大化（经济学的基本假设），转变成追求债务最小化——企业会把收入的大部分用于还债，而不是用于再投资，更不用说向银行借钱来投资了；家庭也会把收入的大部分用于还债，同时减少消费，而信贷消费则几乎绝迹。由于上述私人部门的行为目标出现变化，使信贷需求陷入减少或停滞，中央银行刺激信贷的政策操作会失效，哪怕央行把利率降到零，大家也不愿意借款。信贷循环陷入停滞，会导致经济活动萎缩，私人部门收入下滑。如此出现恶性循环，直到微观主体的资产负债表修复正常，经济运行才恢复到正常状态。

“资产负债表衰退”假说有两个结论对我们研究20世纪30年代的美国大萧条及20世纪90年代日本经济衰退非常具有针对性，对研究分析当前的次贷危机也有十分重要的启示。其一是，资产泡沫并不可怕，可怕的是由高负债导致的资产泡沫；其二是，当经济陷入资产负债表衰退时，货币政策会失效，财政政策才是有效的。在该假说发表之前，经济学界一般认为导致美国经济出现20世纪30年代大衰退的最主要原因是当时美联储货币政策操作失误导致的，即在需要向市场注入流动性的时候却采取了收缩信用的货币政策。而“资产负债表衰退”假说却认为并非如此，导致信用收缩的原因不是货币政策收紧所致，最主要的原因是企业不愿意贷款。辜朝明先生用详实的日本经济数据来分析和佐证这些观点。传统的理论认为，日本银行在泡沫破灭之后减少信贷是由于银行的核心资本大幅度减少，导致银行主动缩减信贷规模。辜朝明先生认为，在日本的众多外资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行并不存在严重的不良贷款问题，如果日本本土商业银行仅仅是因为资金不足而导致信用扩张能力下降的话，那么外资银行在此时应该是很好的扩大市场的机会，但此阶段的日本外资银行的信贷同样没有得到扩张。日本的实际情况是自1992年以后一直采取零利率的货币政策，但日本经济却持续低迷，近20年的时间里一直处在衰退的状态。

按照该理论假说，2007年开始出现的全球金融危机就属于典型的“资产负债表衰退”。但与美国20世纪30年代及日本20世纪90年代出现的资产负债表型衰退不同的是，此次美国由次贷危机而导致的资产负债表出现问题的主要是个人和银行部门，而非一般企业。如果问题集中在企业部门，则局面相对容易控制，因为企业会尽力偿还债务，否则就会被破产清算。但个人无力偿还债务就只能选择拖欠贷款，最终这些借贷者会丧失抵押品赎回权。银行因为过多的不良贷款而导致资本损失，结果是信贷紧缩。美国与次贷有关的金融衍生产品遍布全球各个国家，由此导致的资产损失是全球范围的，因此，此次危机将导致全球性的资产负债表型衰退，除美国之外，英国及欧洲部分国家受到的冲击尤其严重。全球经济将陷入较长时间的衰退。

摆脱全球经济长期衰退的正确途径是积极的财政政策，向受到影响的金融机构注资，通过政府的注资来帮助这些金融机构修复资产负债表。但此举会遭受政治上的严峻考验：首先是来自国家内部的政治阻力，用纳税人的钱去救助金融机构会导致舆论上的责难；其次是来自国外的阻力，美元是国际储备货币，美国政府大手花钱，美元又会受到较大压力，拥有美元资产的国家会担心美元资产贬值。欧美国家的决策者（如美国的奥巴马总统）希望通过减少政府开支的方式来化解危机是不现实的。看来美国经济乃至全球经济将经受严峻考验。

二、中国曾经有过小规模的资产负债表型衰退

资产负债表型衰退并非国外经济的“专利”，中国也出现过资产负债表型衰退。

1999年的“5·19行情”及2001年后的中国股市连续四年下跌，使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国出现了小规模的资产负债表型衰退。之所以称之为小规模的资产负债表型衰退，是因为：①涉及的领域仅限股票市场，房地产市场在2000年之前一直没有发育成熟，其原因是中国的住房制度改革还没有取得实质性进展，因此2000年之前的中国房地产价格没有出现泡沫（严格说房地产价格还没有真正形成）。②股票市场的规模十分有限，流通股市值在2001年6月最高峰时只有不到2万亿元，占GDP的比重只有15%左右，不论是个人还是公司都很少参与股票投资。正因为如此，在这次股票价格下跌中，受打击最重的是证券公司，几乎所有的证券公司的资产负债表都陷入了困境，而其他经济部门并没有受到股价大幅度下跌的波及。

从事后的总结看，2003—2005年我国证券行业事实上陷入了资产负债表型衰退。证券公司的资产负债表之所以出现严重的问题，主要原因在于过度负债。在1999—2003年期间，证券公司的过度负债与监管制度的漏洞有直接关系。

1. 证券公司过度负债的原因之一是违规从事委托理财

委托理财业务滥觞于1996年的大牛市，在1996年之后的几年中，因股市投资的获利能力较强，大多数证券公司采取非法集资的方式从社会上融资。

因为证券公司没有将委托理财业务计入年报，因此，对于证券公司委托理财的规模的准确估计存在一定的难度。据某些媒体分析，当时“透明与不透明的委托理财超过2500亿元，违规的超过1000亿元。100多家券商或大或小都有委托理财纠纷”①。违规规模远远大于1000亿元是行业内部比较一致的估计。

委托理财的风险来自承诺给资金委托方最低的收益回报，有的委托理财的最低回报超过15%。认真分析国内当前盛行的委托理财模式，我们发现，它们和经典的欧美的证券公司资产管理模式有着本质的区别。合法的资产管理模式是：有资格的资产管理人根据不同客户不同的风险偏好和资金性质，制定相应的资产管理契约，经客户首肯后，管理人严格按契约管

---

① 参见《证券市场周刊》2004年第24期《委托理财末路》一文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，并按管理的资产规模收取管理费。虽然在一定条件下存在业绩报酬，但资产的收益和风险完全由客户承担，管理人不得承诺收益、分享收益与承担损失。美林、摩根和国内的新基金都遵循了这一标准。然而，我国证券公司的委托理财业务和这完全不同，愿意自己承担收益与风险的客户凤毛麟角，客户只关心满意的固定收益。当时的证券公司从事的所谓“资产管理业务”实际是通过负债来投资股票的行为。

2. 证券公司过度负债的原因之二是违规回购国债

2004 年，证券公司的违规国债回购集中曝光，其涉及的资金之大，牵涉的证券公司数量之多让监管当局始料不及。从已经公开披露的资料看，鞍山证券违规国债回购规模是 5.8 亿元；大连证券违规国债回购规模是 24 亿元；富友证券违规国债回购规模是 39 亿元；新华证券违规国债回购规模是 20 多亿元；爱建证券违规国债回购规模是 20 多亿元。在当时被接管或处理的证券公司中，几乎所有的问题券商都跟国债违规回购有关。

由于存在制度上的漏洞，很多证券公司挪用客户的债券到市场去抵押融资。2002 年，由于宏观经济走势依然不好，市场预期利率还会下调，极大地刺激了国债回购市场的交易。很多券商大量挪用客户的国债进行违规回购。但到了 2002 年下半年，国债市场失去往日的雄风，一路低走，市场出现巨大规模的平仓交易，使从事国债回购交易的投资者损失惨重，特别是挪用客户债券从事违规回购交易的机构出现巨额亏空。据有关人士分析，目前交易所国债回购总额达到 5356.97 亿元，违规国债回购资金高达 1000 多亿，也有估计到 1500 亿元的观点。

3. 证券公司过度负债的原因之三是挪用客户保证金

证券公司大范围、大规模挪用客户交易结算资金，是 2004 年之前中国证券市场始终存在的公开秘密。在股票市场行情好的时候，挪用客户保证金的规模也最大，在股票市场行情淡的时候，挪用客户保证金的规模相对少些。但因为该数据非常敏感，无法得到准确的数据，从已经公开的被处理的证券公司的资料看，挪用客户保证金的规模相当大，总规模可能超过 1000 亿元。

当时的证券公司通过上述三条途径增加了约 3500 亿元负债，而截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年年底的所有证券公司的账面总资产是 4045 亿元，净资产只有 963 亿元。这些资金主要用于投资股票，而且主要是通过“坐庄”的方式来操纵股票价格，使股价严重脱离上市公司的基本面。当股价泡沫破灭，证券公司立即陷入了财务危机。2003—2004 年，南方证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、汉唐证券、闽发证券、辽宁证券等数十家证券公司被托管或破产清算，其他证券公司的财务状况同样陷入了困境。

当证券公司全体陷入财务危机时，需要不断减少负债，缩减资产规模，结果是股价的不断下跌。因为违规负债的 3500 亿元很多没有列入证券公司的资产负债表，因此，我们无法准确知道证券公司为了修正资产负债表一共缩减了多少资产。从公开的资料看，2005 年年底我国证券公司的数量比 2004 年年底减少了 17 家；总资产从 4045 亿元减少到 3090 亿元，减少了近 1000 亿元；净资产从 963 亿元减少到 629 亿元。证券公司自身实际上失去了融资扩张的能力，陷入了典型的资产负债表型衰退。

2005 年之前，证券公司是股票市场的主要机构投资者，证券投资基金是 2003 年以后才迅速成长的。当证券公司陷入资产负债表型衰退时，对股票形成了相当大的压力。于是，出现了经济高速增长、上市公司盈利大幅度增长背景的大熊市，2003—2005 年中国经济出现了前所未有的高增长、低通胀局面，钢铁、有色金属、煤炭、房地产等行业出现历史上少见的繁荣，但股市却是熊市。真正的“杀手”就是证券公司出现了资产负债表困境：到期债务无力偿还，无法得到新的融资，于是不断卖出股票，减少负债。最终，导致股市跌到 1000 点，很多上市公司的股价跌破净资产。

证券监管机构从 2004 年开始，采取注资、重组、破产关闭等方式对有问题的证券公司进行清理整顿，整个过程持续到 2005 年年底才结束。这个过程其实就有政府参与下的修复资产负债表的过程。证券公司的资产负债表修理完毕之后，股市才从熊市阴影里真正走出来。资产负债表型衰退理论假说使我们多了一个视角分析中国的股票市场，使我们在逻辑上能解释 2004 年前后的经济“牛市”与股市“熊市”的矛盾。

三、中国未来可能出现的资产负债表型衰退

2005—2007 年，我国的资产泡沫膨胀速度也十分迅速，三年时间里股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市最大涨幅超过500%，北京、上海等中心城市的房价上涨超过200%。这些泡沫在2008年几乎同时破灭，但并没有对社会造成重大冲击。笔者以为，刚刚过去的我国股市泡沫破灭的事件之所以对我国经济及社会没有产生重大冲击，最重要的原因是信贷资金没有大规模进入股票市场。当时，信贷资金没有大规模进入股市的原因主要有以下几个方面：①尽管一直存在银行体系的流动性过剩，但由于人民银行不断提高存款准备金率，使资金冻结起来，社会上资金并不宽松，民间利率的不断上升可以印证此推论。这期间的民间资金成本远远高于官方利率，一般在10%以上，有的高达30%以上。②实体经济一片繁荣，使投资股市的兴趣不大。③融资融券业务一直没有得到开展，使股市投资者与银行之间缺乏融资渠道。④2003—2005年，对证券公司进行了清理整顿，将其可能产生过度负债的途径（挪用客户保证金、国债回购、违规资产管理）全部堵死。

因此，尽管2006年、2007年不断有增量资金进入股市，但主要是居民的储蓄资金。大多数居民是通过买基金的方式间接进入股市的，这从基金的规模增长变化中可以直观看到：2006年年底基金规模突破1万亿元，但2007年迅速突破2万亿元、3万亿元。在基金份额快速增加的同时，储蓄存款出现净减少的情况，从2007年4月开始，存款总额有六个月（分别是4、5、7、8、9、10月）出现净减少的现象，其中主要是由储蓄存款减少导致的，同期的企业存款没有储蓄存款变动剧烈。可见，2007年股市上涨主要由储蓄资金导致的。由于大多是自有资金，因此，即使股票价格大幅度下跌，个人的资产负债表并不会出现恶化。

需要强调的是，2008年股票最大跌幅达到70%，而2001—2005年的熊市，股价在4年多的时间里完成了最大60%的跌幅，前者不论下跌的最大幅度还是下跌的速度都是后者无法企及的。但2005年前的那一次熊市却造成了众多证券公司倒闭的结局，而2008年大跌并没有造成公司破产或倒闭。从前后比较中可以看出，资产泡沫的破灭对经济造成的伤害并不可怕，真正具有杀伤力的是由过度负债导致的资产泡沫破灭，即资产负债表型衰退将导致灾难性后果。

我们应该庆幸这轮发生在我国的股市泡沫没有让银行信贷资金卷进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，但2009年的做法让笔者十分担忧。为了克服全球金融危机，我国采取了“适度宽松”的货币政策。从2009年上半年的实际结果看，信贷增长完全超出了“适度宽松”的范围，两个季度的信贷增长达到7.37万亿！全年投放信贷10余万亿（其中9.5万亿是商业银行信贷，还有几万亿的信贷类银行理财产品和信托产品），在GDP增长只有8%的情况下，广义货币增长达到28%，货币增速超过GDP增速20个百分点。根据中国社会科学院“中国国家资产负债表研究”课题的结论，经过2009—2012年负债的快速扩张，我国企业的总体负债率已经超过GDP的100%（见表6-1），超过很多发达国家的企业负债水平，是一个危险的信号。

表6-1　中国与发达经济体债务结构和总杠杆率的比较（占GDP的比重,%）

	居民债务占比	非金融企业债务占比	金融机构债务占比	政府债务占比	总债务占比
日本	67	99	120	226	512
英国	98	109	219	81	507
西班牙	82	134	76	71	363
法国	48	111	97	90	346
意大利	45	82	76	111	314
韩国	81	107	93	33	314
美国	87	72	40	80	279
德国	60	49	87	83	279
澳大利亚	105	59	91	21	276
加拿大	91	53	63	69	276
中国	28	105.4	13	22.4	168.9

注：中国数据为2010年，《中国国家资产负债表研究》课题组估算；其他数据来自MGI（2012），为2011年二季度数（仅意大利为2011年一季度数）。

实体经济无须大量资金，此时将银行的银根放得太松将驱使大量信贷资金进入股市。在实体经济不景气的背景下，上市公司盈利越来越差，租金收益率越来越低，而楼市仅因为市场上资金泛滥而上涨的话，这样的房价上涨是虚涨，是泡沫的膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由信贷资金推动的股市、楼市上涨，其后果将是典型的资产负债表型衰退。2009 年，我国在货币充裕而实体经济不振的背景下，房地产价格成为多余货币主要的宣泄之地（股市因为受到 2008 年大熊市的影响，投资者心有余悸）。在房价不断上涨过程中，投资者倾向于放大资金杠杆，通过银行负债的方式来炒作楼市，在笔者调研的一些城市里，投资比重有些高达 50% 以上，一旦价格逆转，很多投资者将陷入债务危机，会严重影响到这些个人和公司的正常经营行为。截至 2012 年年末，部分城市的房地产泡沫已经出现崩溃的迹象，房地产投机氛围最甚的温州和鄂尔多斯的房价在过去的 2 年里已经下跌超过 30%，很多企业和个人因此走上绝路，民间金融出现严重危机。

需要指出的是，在未来可能出现的资产负债表型衰退中，地方政府扮演着非常重要的角色。在 2009 年后的信贷大潮里，由地方政府设计的融资平台成为融资的主力，2009 年有 5 万亿左右的信贷进入了这些地方政府背景的公司，这些公司中有很多是没有现金流的，不具备正常的还款能力，商业银行是看中了地方政府不断增长的土地出让收入才愿意给这些公司融资的。如果房价下跌，则土地出让收入减少，地方政府的债务危机就一触即发。依靠银行信贷融资支持的投资高增长经济发展模式将遇到前所未有的挑战。

“政策红利”是扭转熊市的决定力量吗

在 2012 年 5 月，股票市场的投资者对政策红利的讨论逐渐多起来。笔者开始不清楚何为“政策红利”，经过几次交流后才知道其确切的内涵。其主要逻辑如下：

几个月来的股市新政越来越深入人心，包括新股发行制度改革、退市制度改革、打击内幕交易、养老金入市、降低股票交易费用等措施堪称股市的一次系统性再造，其积极意义比 2005 年开始的“股权分置改革”更大。2005 年的股权分置改革启动了一次持续三年的大牛市，这次意义更大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的改革应该会带来更大（至少持续时间更长）的牛市！

笔者也肯定这次股票市场改革的重要意义，但如果认为改革就能带来持续的大牛市就有些牵强了。

我们有必要回顾一下 2005 年股改和牛市的关系。笔者认为，很多人把 2005—2007 年年底持续大牛市的原因归结为“股改”是不正确的，虽然从时间上二者存在一致性，但并无逻辑上的因果关系。2005—2007 年的大牛市的最直接原因是“流动性过剩”，在流动性过剩的作用下中国经济高速增长，各行各业欣欣向荣，上市公司的盈利强劲增长，很多行业的上市公司盈利增长都超过 50%（年度），在这些乐观因素的支持下，股市异常亢奋就不难理解了。

简单来说，支持 2005—2007 年大牛市的条件有两点：一是钱多，二是上市公司利润增长快。照此推理，目前的股票市场没有一条沾边。在外汇占款逐渐减少的今天，我国金融体系信用扩张的源头已经收缩，各地民间高利贷风险不断暴露更进一步加剧了信用市场的收缩。缺钱是当前很多行业的真实生存状态，为了缓解资金的紧张状态，很多“大小非”选择了减持股票。从上市公司的盈利增长情况看，形势同样不容乐观，从 2011 年第四季度开始，上市公司的盈利出现了明显的减少，几乎所有的行业都处于产能过剩的状态，部分行业的上市经营状况恶化的程度超过 2008 年的下半年。

不仅缺钱，而且上市公司盈利下滑，何来牛市？很多人把希望寄托在政策放松上，期待货币与信贷政策再次出现 2009 年的井喷。有意思的是，每当 5 月来临，“红五月”的期盼就一直成为市场的热点问题，因为曾经的“5·19”行情就发生在 1999 年的 5 月，2012 年的“五一节”出台的一系列股市政策让投资者对政府刺激股市有了更多的憧憬，也让“红五月”有了更多的内容。

但持续的牛市需要“钱”和“业绩增长”，两样因素一个都不能少，所谓货币与信贷政策放松只是大家的一厢情愿，股票市场的改革不会带来“钱”，也不会增加上市公司的“业绩”，当然也不会有牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“新型城市化”会直接带来投资机会吗

从股票市场的表现看，2012 年前 11 个月里周期类的股票表现都相当差，但 12 月以来投资者对周期类的股票兴趣越来越大，房地产类股票表现出色，与投资有关的钢铁、水泥、机械、煤炭、有色金属等都有不错的表现。原因当然与经济工作会议有关“新型城市化”的表述有关，投资者普遍认为，城市化就意味着要增加基础设施投资，周期类的行业必然有不错的表现，有人甚至认为中国经济新一轮增长周期已经启动了。

房地产市场在新型城市化舆论的鼓励下也出现了明显的“异动”、出现了“暖冬”，有些媒体甚至开始进行炒作所谓的“恐慌性购房”。

笔者认为，“新型城市化”的主要内容是提高进城农民工的社会保障水平，让他们真正成为市民，其本质是收入分配的问题。新型城市化的过程意味着政府用于居民社会保障的支出相应增加，同时也意味着企业的用人成本相应增加。新型城市化会改善我国的经济结构，消费占 GDP 的比重会上升，出口和投资的重要性将下降。

从经济增长的角度看，传统的城市化刺激经济增长，因为人口大规模从农村流向城市有利于刺激劳动生产效率的提高，新型城市化意味着经济增长质量的改善，但其本质是收入分配的调整，难度相当大，这个过程与基础设施投资及房地产投资的快速扩张基本没有关联。

再者说，即使仍然按照以前的城市化道路前进，2013 年的投资扩张也难以施展，主要面临以下两个障碍：

第一是资金的障碍。经过 10 余年的投资扩张，尤其是 2009 年的井喷式膨胀，企业的负债率已经高高在上，根据有关部门的计算，到 2011 年底，我国全部企业的总体负债率已经超过 GDP 的总量，债务余额达到了 GDP 的 110%左右，不仅比欧美很多发达国家的企业债务率高，而且也高于新兴经济体。企业的过度负债不仅意味着这些企业债务负担过重，已经丧失继续增加金融杠杆的能力，同时也意味着金融体系的风险在快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集聚。

尽管经济工作会议对2013年的总体定调是“积极的财政政策和稳健的货币政策”，但结合中国的国情，当国有企业（尤其是地方控股的国有企业）的负债无法继续增加时，积极的财政政策的作用是难以发挥的。在2009年实施的积极财政政策中，中央财政的支出其实并没有增加多少，真正发挥作用的是地方融资平台10万亿的负债。

第二个是投资项目的障碍。从产业结构看，中国的制造业大多数已经出现产能过剩，继续增加投资的空间是有限的，很多人会将目光指向基础设施投资。基础设施投资不仅不会形成新的产能，而且可以消化新增加的产能。但遗憾的是，中国的基础设施投资已经出现“超前”状态。

根据中国社会科学院《中国国家资产负债表研究》报告的数据，2001年，中国城镇基础设施投资为10391.77亿元，2010年便大幅增加到60705.4亿元，增长4.84倍。经过固定资产投资价格指数平减，实际增长仍达3.57倍，年均增长18.4%。特别是2009年以来，在国家巨额投资刺激计划的推动下，基础设施行业的投资规模出现了迅猛增长。铁路部门投资规模的扩张尤其明显，2009年增长63.5%，为近年来的高点。整个“十一五”期间，铁路基本建设投资完成1.98万亿元，是“十五”时期的6.3倍。

本世纪以来，中国基础设施投资占全社会固定资产投资的比重，始终保持在20%以上。基础设施投资占GDP的比重总体上呈上升之势，2009年和2010年，曾达到15%以上高位。这一比例远远超过世界银行1994年世界发展报告《为发展提供基础设施》中给出的经济性基础设施投资占GDP的比重不少于5%的政策建议。从表6-2可以直观地看出，中国的基础设施投资已经超前了。

与笔者观点类似的还有中金公司的报告，他们也不认为新城镇化会支持新一轮的房地产投资扩张，主要有两个原因：首先，一、二线城市人口趋于饱和，而三、四线城市房屋供过于求。根据中金公司的测算，三线城市市辖区已经达到户均一套房，超过一、二线城市。统计局数据可以看出，三线城市有77%的城市人均住房面积高于30平方米，也高于一、二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线城市的54%。其次，居民购房能力受到限制，全国各级城市的平均首付款超出平均储蓄50%以上，其中一、二线城市尚可依靠汇集国内或省内富有人群的置业需求，而主要靠本地需求的三线城市显然难以为继。以城镇新移民目前的收入，即便考虑未来收入增加，也无力支撑目前的城镇房价。目前农民工在务工地购房比例低（不到1%），即使转为市民后，由于收入水平在城镇中仍然处于相对低位，对房屋的需求相对有限。此外，中金公司认为，城镇化将继续推进城市基建，这也将造成投资率下降的幅度小于储蓄率下降的幅度。这意味着国内目前不足3%的经常账户顺差在未来还会继续缩小，甚至会出现逆差。体现在对外投资的结构上，以前由政府主导的债券类对外投资将放缓，未来更多地将体现为非政府部门的权益类投资。

表6-2 基础设施发展水平的国际比较

	电力消费量（人均千瓦时，2009）	公路密度（公里，2008）	港口基础设施的质量（分值，2010）	接入国际互联网的用户（每100人，2010）	每100人所拥有的电话线路数量（2010）
中国	2631.4	39	4.321	34.38	22
世界	2803.23	30.2	4.296	30.16	17.24
中等收入国家	1675.15	23.1	3.876	23.79	13.69

资料来源：世界银行世界发展指标数据库（WDI）。

注：（1）公路密度为国家公路网的总长度与国家陆地面积之比。公路网包括国内的所有道路：快速路、高速公路、主道或国道、次级或地区道路及其他城市或乡村道路。（2）港口基础设施的质量数据来自于世界经济论坛与相关研究机构合作进行的企业高管意见调查，衡量其对本国港口设施的感受。调查问卷回复采用行业加权平均值进行汇总。最近一年的数据与上一年数据相结合创建出两年的移动平均值。分数从1（港口基础设施十分不发达）至7（根据国际标准，港口基础设施十分发达高效）。

总之，“新型城市化”的推进与实施并不会直接与股市投资机会相关联。股市投资者需要谨防借机炒作概念等类似的陷阱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握煤炭与电力行业的交替涨跌趋势[①]

“十年河东，十年河西”，以此来描述煤炭与电力行业的盈利光景再恰当不过。

大约是从十年前开始，煤炭市场开始进行市场化改革，而与此同时的还有中国房地产投资的快速扩张。在市场需求的刺激下，市场化的煤价不断上涨，其上涨速度之快用“十年十倍”来形容毫不为过。煤炭行业成为中国最赚钱的行业。

煤炭是火力发电的原材料，煤价的大幅度上涨，当然苦了电力企业，尽管中央一直想做到“煤电联动”，但由于物价涨幅居高不下，为了稳定物价就让电价调整方案一拖再拖，电力企业独自承担着煤价上涨的压力。

十年前，电力行业被称之为“电老虎”，是中国最牛的行业之一，电力类的股票一直是市场蓝筹股的典型代表，而如今，电力行业处在微利或亏损的状态，电力股大多数在5元以下，平均股价比ST类的股价要低一半以上。

煤炭行业则完全相反。十年前基本上是处在微利状态。有统计资料显示，中国煤炭行业曾经有38年的全行业亏损纪录。在股票市场里，煤炭股是无人问津的。而现在的投资者则将煤炭股视为蓝筹股的代表。

对于投资者来说，踏准煤炭和电力这两个行业的牛熊交替时点就会成为大赢家，尤其对于想要获取相对收益的机构投资者而言，在恰当的时点对煤炭和电力行业作合适的配置就可以获得超额收益。

笔者认为，当前煤炭和电力的牛熊交替正在进行，机构投资者需要调整自己的配置了：卖出煤炭股，买进电力股。

从统计数据看，2012年6月20日前的一周里，煤炭价格出现了雪崩式下跌，环渤海地区港口发热量5500大卡市场动力煤综合平均价格报收

① 本节原文写于2012年6月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

729 元/吨，比前一报告周期下降了 23 元/吨，单周跌了 3%，跌幅创历史最高纪录！

从 2011 年 11 月算起，煤炭价格大约下跌了 130 元/吨，跌幅大约在 15%。

煤炭价格的大幅度下跌，对于煤炭行业的上市公司来说，盈利当然会出现大幅度下滑，有些成本高的煤炭企业可能很快进入亏损状态。

但对于火力发电企业而言，情况正好相反。火力发电企业的成本主要是煤炭（占 70% 左右），其次是财务成本。2011 年，火力发电企业消耗了 16 亿吨煤，煤炭价格下跌 100 元/吨，这意味着火力发电行业增加了 160 亿元的毛利。煤炭价格的继续下跌就意味着火力发电企业盈利的快速增加。

正因为如此，从年初以来，煤炭股的表现一直不佳，而火力发电公司的股票持续上涨。在香港上市的 H 股中，煤炭类的股价下跌的幅度为 30% ~50%，而火力发电类股票有的竟涨了一倍多。而 A 股中的煤炭股与电力股的表现不如香港股市反差大，A 股中的煤炭股下跌幅度比 H 股小，而电力股的涨幅比 H 股小。出现如此反差的原因可能有两点：

首先，在 A 股市场中，基金配置的煤炭股比例太高，调整仓位有较大的难度。以中国神华为例，从第一季度报告看，基金持有该股数量达 4 亿多，基金持有的总市值超过 100 亿元人民币。因为持续多年的煤价大牛市，使煤炭股成了众多基金压箱底的配置品种，感情太深，难以割舍！2012 年 6 月的情况有些变化，不少煤炭股出现了连续多日走跌的现象，这说明基金正在减仓。但成交量依然有限，说明大多数基金仍然配置了高仓位的煤炭股。

其次，很多基金经理不相信煤炭价格会持续下跌。煤炭价格已经上涨多年，无法让市场接受进入长期熊市的假设。如果只是煤价的短期下跌，则无法改变煤炭行业和电力行业的盈利格局。

笔者认为，煤炭行业的牛市已经结束了。理由是：

（1）多年的价格上涨刺激了煤炭供给的大幅度增加。在过去十年里，“煤老板”成为暴富阶层的代名词，说明煤炭行业的投资可以获得超额收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。在超额收益的刺激下，煤炭投资必然超常规增长，每年煤炭行业的投资都在30%以上，从而导致产出的超常规增长。从笔者的观察看，早在三年前，煤炭行业已经供求平衡，但由于山西煤炭行业重组及内蒙古限产保价等因素的影响，使煤价一直处在惯性的上涨状态。煤炭价格下跌的危机在其价格上涨过程中就埋下了。

（2）这些年中国煤炭需求的快速增长是因为房地产投资拉动的。2001年的房地产投资只有4000亿元人民币，2011年的房地产投资超过了6万亿，增加了15倍。房地产投资的快速增加必然需要钢铁、有色金属、水泥建材等行业的快速发展，这些都是高耗能产业。简言之，煤炭的需求是与房地产投资绑在一起的，当房地产投资减速，则煤炭需求减速。从官方的统计数据看，房地产新开工项目的投资增长速度从去年第三季度开始迅速下跌，从30%左右跌到目前的0以下。连锁反应当然是钢铁行业亏损、水泥产品跌价、煤炭压港。

未来的房地产投资会增加吗？从当前的经济形势看，刺激房地产投资似乎是政府理所当然的选择。但房地产市场有50多亿平方米的在建工程，要完全消化这些投资至少需要5年以上的时间，开发商在处理存货之前，不会贸然增加投资，能维持每年6万亿左右的房地产投资（与2011年持平）就算不错了。最近的住房成交量不断放大，建设部等部委又开始强调“坚持房地产调控不动摇”，这说明希望政府刺激房地产投资的假设是错误的。

煤炭的供给还在增加，而需求已经开始减少。结果当然是价格的持续下跌了。

煤炭价格的持续下跌意味着中国经济步入下行周期，所有周期类股票的价格都将下跌。从最近的股票市场表现看，钢铁、有色金属、水泥等强周期类股票遭到了机构的抛售。而火力发电的企业因为其成本下跌很快，盈利会快速增长。配置火力发电类股票可以获得收益，至少是相对收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁在利用股市制度缺陷赚钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 股市机制，先天不足还是后天缺陷?

新股发行：浙江世宝的离奇定价带来的思考

2012 年 11 月初，新股浙江世宝的表现让各方都陷入了尴尬。对于监管者来说，让 A 股 IPO 定价参照 H 股本没有错，但 A 股首日大涨六倍让市场质疑新股发行制度改革的合理性。而投资者的尴尬是要付出真金白银的代价，在股价的首日惊艳表现之后，从上市第二天开始出现跌停，首日参与其中的所有投资者恐怕要付出惨重的代价了。

在浙江世宝之前 20 天，类似的案例已经在市场上上演过一次。洛阳钼业（603993）以 3 元的发行价格上市，首日收盘价格为 9.63 元，大涨 220%，之后一路下跌，截止到 2012 年 11 月 5 日，该股价格在 8 元附近，首日买入的投资者已经损失 20% 左右。

有一个问题笔者一直不得其解：在浙江世宝之前，已经有了洛阳钼业上市之后被爆炒而后一路下跌的教训，为什么监管者还执意要安排一个浙江世宝？问题的关键在于为什么在 2012 年 11 月只安排浙江世宝这一只新股发行？这是浙江世宝遭遇爆炒的原因之一。如果监管者刻意控制 IPO 的数量和节奏，故意制造新股供应的稀缺，则股票的定价一定是扭曲的。我们一直在倡导新股发行定价的市场化改革，但同时又努力地控制新股的上市节奏和数量。这是典型的“半市场化”，称之为“伪市场化”也不过分。

从浙江世宝股票遭遇爆炒的现象中还可以反映另外一个值得关注的问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，即散户投资者心里普遍缺少给股票定价的“一杆秤”。从浙江世宝的公告看，公司所属 A 股行业平均市盈率为 10.67 倍，11 月 2 日公司 A 股股票收盘价对应的市盈率达到 52.08 倍，估值水平高出行业平均水平 388.10%。11 月 2 日公司 A 股股票收盘价对应公司预计的 2012 年度归属于母公司所有者的净利润计算的市盈率区间为 62.50～66.97 倍，估值水平高出行业平均水平 485.75%～527.65%。定价的不合理，还可以从 A 股与 H 股的巨大反差中直观地看出来，浙江世宝的 A 股首日收盘价格比 H 股当天价格高出 6 倍多。

散户投资者为什么会参与浙江世宝？原因十分简单：流通股只有一千多万股的浙江世宝属于超级小盘股，容易炒作。而 11 月只有这一只新股上市注定浙江世宝要创造“奇迹”。可见，散户投资者完全把这只股票当做炒作的“筹码”，基本忽略了它的投资价值。

从估值与定价的角度看，浙江世宝不是“一个人在战斗”，类似的问题在 A 股市场普遍存在。我国 A 股市场的估值存在一个规律，估值水平与流通股本呈反比，流通股数量越少则估值水平越高。流通股本超过 20 亿的估值水平大约在 10 倍市盈率的水平，流通股本在 1～3 亿的估值水平平均为 30 倍左右市盈率，而流通股本在 5000 万以下的估值水平平均在 40 倍左右。因此，以小盘股为主的创业板市场出现高估值就不奇怪了。正常的估值与定价体系应该与当前我国 A 股市场的现状相反，大盘蓝筹股的估值水平应该显著高于小盘股。将我国当前的 A 股市场的估值与正常的估值体系进行比较就可以清醒地看到未来的市场风险之所在。

可见，股票定价的异常是市场一系列制度缺失的综合反映，要理顺定价体系需要配套改革。作为监管者，应该充分考虑到投资者的现实状况，做到因势利导，这样才有利于市场的平稳发展，切莫创造条件让大家“投机”。

下面就新股发行定价的市场化改革进行简要总结和分析：

2009 年 6 月，中国证监会出台新股发行制度改革的方案，这是我国股票市场自 20 世纪 90 年代初以来第八次出台有关新股发行制度改革的措施。这次改革之后，2009 年 A 股市场共有 147 家公司进行了 IPO，新股发行平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均市盈率高达66.25倍。这表明，新股发行制度的改革没有取得预期的效果。

如何继续深化新股发行制度改革？笔者认为应该认真总结历史，让历史镜鉴照耀未来前进的道路。

一、新股定价市场化改革的经验与教训

2009年之前，我国股票市场曾经对新股发行制度进行过七次改革（见表7-1），以2000年为线分为两个阶段。2000年之前的发行定价基本上是固定的，由证券监管机构确定新股发行价格的范围大致在15～20倍的市盈率，基本上不涉及新股发行的定价问题，因此，2001年之前的数次新股发行制度改革的核心是新股配售方式的改革。

但由于存在一级市场与二级市场之间巨大的价差，存在很大的寻租的空间，使新股发行制度一直存在弊端。例如，在总结前几次新股发行制度改革的基础上，1999年推出的方案核心是“对一般投资者上网发行和对法人配售相结合”，其初衷是“健全市场的价格发现功能，培育机构投资者”，但结果是不少发行人将配售权作为特权进行交易，滋生了腐败和其他违法行为。

表7-1 我国新股发行制度演进

1992年之前	内部认购和新股认购证。新股认购证成为暴富的代名词，也留下了内部职工股这一遗留问题
1993年	与银行储蓄存款挂钩。此举改善了前面新股发行不公的现象
1996年	全额预缴款按比例配售方式“全额预缴款”方式
1999年	对一般投资者上网发行和对法人配售相结合
2000年	上网竞价方式。上网竞价发行方式可以减少主观操作，防止违规行为和暗箱操作行为的发生
2002年	按市值配售新股
2006年至今	IPO询价制+网上定价方式

为了消除发行市场的寻租行为，必须缩小一级市场与二级市场之间的价格差。以此为目标，2000年出台了第五次新股发行制度改革方案，其核

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心是“新股定价的市场化”。发行监管部门要求发行人提供由其与主承销商共同确定的定价分析报告，作为证监会依法核准发行价格的重要依据之一，监管部门不再规定具体的新股发行市盈率。

当时推行“市场化定价”的理论依据是：新股上市都有50%以上的溢价，因此可以认为“发行价一直偏低”，导致发行价偏低的原因是新股发行定价没有实行市场化。只要新股定价实现市场化，新股价格就会趋于合理，一级市场与二级市场之间的价格差异就会减小，因此，就可以消除新股发行过程中的诸多不健康行为。

从理论推理上看，上述分析似乎合乎逻辑，但实际结果却让人大跌眼镜，市场化发行制度不仅没有消除一级市场与二级市场之间的差异，而且形成了一级市场与二级市场价格互相促进的现象，在发行价格不断创新高的背景下，二级市场价格也不断创新高。下面五个案例是2000年“市场化定价方式”发行新股的样板：

①闽东电力，发行价格11.50元/股，发行市盈率88.69倍；②民生银行，发行价格11.80，发行市盈率69.41倍；③用友软件，发行价格36.68元/股，发行市盈率64.35倍；④龙净环保，发行价格7.20，发行市盈率59.52倍；⑤中垦农业，发行价格6.30元/股，发行市盈率53倍。

从常识就可以判断，这些股票的发行定价太高了。

为什么当时的一级市场定价如此之高？主要是二级市场价格很高，当时的市盈率在50倍左右，对于投资者来说，与其按照50倍市盈率的价格在股票二级市场买股票，还不如在一级市场按照60倍的市盈率买股票，因为新上市的公司还有增长的潜力，资产质量比老的上市公司要好。这是一级市场出现高定价的内在逻辑。

当一只新股以60倍的市盈率定价发行之后，上市首日仍然可以有很高的溢价（平均在50%左右）。原因并不复杂：当时的机构投资者及私人大户都以“坐庄”作为主要的盈利模式，新股当然是这些“庄家”出没的地方，必须在上市首日完成筹码的收集工作。要完成流通筹码的收集，必须以较高的价格才能实现目标。这样，新股上市首日依然会出现50%左右的溢价。对于二级市场的参与者来说，庄家的成本是100倍市盈率，那么，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与者的高成本就没有什么可怕的了。因此，要消除一级市场与二级市场之间的溢价是难以实现的。

对于二级市场投资者来说，既然一级市场的价格都高达60倍市盈率，二级市场股价的高市盈率就应该是常态。因此，一级市场与二级市场之间互相影响、互相促进，结果是价格的进一步扭曲。

这是我国资本市场第一次进行新股发行制度的市场化改革试验，改革的结果与初衷大相径庭，最后以失败而告终。在2001年7月以后，新股发行体制从审批制转向审核制，新股的定价又恢复了核定新股发行市盈率的办法。

二、第一次新股定价市场化改革失败的主要原因何在？

2000年出台的新股发行市场化定价的方案是借鉴了香港股票市场的成熟做法，但在香港市场行之有效的方法为什么在内地资本市场就难以发挥作用呢？

从上述分析可以看出，第一次以市场化为方向的发行制度改革之所以失败的关键问题是股票二级市场的价格存在扭曲现象，而二级市场的价格扭曲与“坐庄”等操纵市场的行为关系密切。这是我国内地资本市场与香港资本市场的最本质区别。

那么，为什么存在“庄家”及二级市场价格扭曲等现象？按照笔者的考察，主要有四个原因：

其一，发行股票的数量和节奏受到严格控制。这是敢于“坐庄”的前提条件，也是股价扭曲的前提条件。如果在完全市场化的状态下，股价偏高会吸引较多的公司来股市融资，使股票的供给增加，股价下跌回归到合理的位置。同样，若股价下跌到一定程度，准备发行股票的公司就会取消上市融资计划，因为发行价格太低，提高了公司的融资成本，它会选择其他的途径融资。因此，市场会自动恢复均衡。

但我国股票市场不能自动实现均衡，因为对于发行股票的公司来说，即使下降到只有10倍市盈率的发行价格，仍然是有吸引力的（很多到香港上市的公司，其发行溢价还不到10倍市盈率），若让市场自动实现均衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的话，二级市场的市盈率就要从当时的50倍左右下降到10倍左右，股票价格平均要下跌70%左右，即使按照当前的市场价格水平，现在的上证综合指数要跌到1500点以下！这是二级市场无法承受的。

但若不让市场自动恢复均衡状态，就必须有政府“有形的手”的干预，让行政的力量来维持市场的非均衡：减少新股发行数量和发行节奏，降低一级市场的融资速度。这样，一级市场和二级市场无法自动恢复均衡。

在这样的背景下，如果我们要实行新股发行定价市场化，我们面临这样的尴尬处境：如果要保持二级市场的价格不跌，新股发行速度就需要控制，一级市场的定价会偏高，因为二级市场的价格在50倍左右的市盈率，一级市场的定价很难低于40倍市盈率，而高价发行又被投资者指责为恶意“圈钱”；如果要让新股发行价格回归到合理的价位，就意味着股票二级市场的下跌，投资者的损失会更加惨重。

可见，在控制发行数量前提下的所谓“市场化”发行，是难以实现市场化改革的目标的。

其二，国有资本在股票市场占有相当的比例。在我国的资本市场，无论是上市公司还是投资银行，国有资本所占比重很大，这是我国股票市场最重要的特色，这样的资本结构不利于市场的正常健康运行。因为股票市场是高风险高收益的市场，国有资本的实际控制人普遍存在操纵股市价格的倾向，这些人的目的大多并非为了国有资本增值，而是为了自己的“老鼠仓”——为少数人谋取暴利。

“老鼠仓”的存在使国有资本的实际控制人可以将股市的“高风险”完全转嫁给国有资本，而国有资本应该享有的“高收益”则转让给了个人的“老鼠仓”。简言之，“老鼠仓”可以享受股市的高收益而无须承担股市的高风险，而其中的国有资本则承担了高风险而无高收益。

我们应该承认，在2001年之前，我国股市上的“坐庄”现象是十分普遍的，不少机构操纵股价上涨数倍（甚至数十倍），但机构账户很少盈利，有些还出现巨额亏损，原因就在于“老鼠仓”的存在，最典型的案例就是中国国际经济投资开发公司（简称“中经开”）操纵“东方电子”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东方电子的股价上涨了十几倍，但中经开公司却亏损。“老鼠仓”是这些资本的实际控制人钟情于“坐庄”的真正原因。

2001 年以后，传统的“庄家”被不断消灭，但操纵市场的新形式又不断出现，随着证券投资基金的兴起，基金成为市场真正的主宰力量，但基金的行为受到很多约束，单个机构操纵股价的行为显然不太合适，于是，出现各种新的操纵市场行为，现在的基金利用资金优势合谋操纵市场，实际上就是“庄家”行为的一个变种。可见，目前人为操纵股价的现象很难从我国股票市场绝迹。

只要存在大量的国有资本，就会存在“老鼠仓”，股市的风险与收益对称的规律就会被扭曲，二级市场的价格形成机制就会存在缺陷。

其三，借壳上市行为大行其道。自有股市以来，通过所谓的上市公司资产重组使“乌鸡变凤凰”的故事在我国股票市场一直大行其道，成功的案例已经不胜枚举，少则实现十倍利润，多则实现数十倍的盈利。值得一提的是，在借壳重组的过程中，可以看到很多政府和权力部门的影子，很多地方政府或大股东不惜血本向上市公司注入优质资产，从表面上看是提高上市公司的质量，可以让所有股东受益，但事实上是少数人的“敛财”游戏而已。此举严重扭曲股价的正常形成机制。

当事实一再证明，垃圾股由于借壳重组而可能成为股价上涨的“明星”时，投资垃圾股就有可能获得比投资蓝筹股更高的收益，投资者投资垃圾股的风险溢价就会很低。典型的事例是某大型基金管理公司的明星基金经理专门投资垃圾股连续数年成为投资收益排行榜的第一名，在他的成功事例影响下，越来越多的基金经理开始投身于垃圾股的炒作。标榜理性投资的基金经理尚且如此，更不用说一般的散户投资者了。

因此，我们看到中国股市的怪现象：同一个行业里盈利的上市公司与亏损的上市公司的市值并没有太大的区别，有些亏损的公司的市值比同行业盈利的公司市值还大。导致这种不正常现象的根本原因就是借壳重组行为使我国股票二级市场的定价机制被严重扭曲。

其四，监管制度的缺陷。不论是“坐庄”，还是通过重组牟利，很多行为都涉嫌犯罪，但被追究刑事责任的人少之又少，有些是属于制度上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漏洞，有些属于执法不严。

从当前的市场情况看，导致股价扭曲的上述四个因素依然存在。因此，发行制度的市场化改革难以取得预期成效。

三、2009 年新股发行制度改革的主要内容及其效果

新股发行制度之所以需要改革，是因为之前的新股发行制度存在如下弊端：

其一，询价环节流于形式。由于受到各种因素制约，股票投资者基本上不参与新股发行定价过程，尽管有新股询价环节，但询价没能够真正发挥作用，询价流于形式。由于新股定价与二级市场价格有较大的差距，出现新股不败的神话。

其二，导致资金无序流动。由于新股上市都有可观的溢价，吸引很多资金“打新股”，结果导致巨额资金在银行与股票一级市场之间无序流动，每当大盘股发行，巨额资金从银行体系流入股票市场，对金融稳定造成负面影响。

其三，发行有违公平原则。改革前的新股发行是向机构倾斜的，机构投资者不仅可以参与网上申购，而且可以参与网下申购。而网上申购是以资金总量大小按比例配售的，机构投资者占有绝对优势。个人投资者只能参与网上申购，相对机构投资者来说，其中签的比例较低，导致明显的不公。虽然战略配售事实上已经停了下来，但机构仍然占据了进行网下申购的优势。

2009 年新股发行制度改革的主要内容是“在新股定价方面，完善询价和申购的报价约束机制，淡化行政指导，形成进一步市场化的价格形成机制”，这次发行制度改革的基本原则和方向是“坚持市场化方向，促进新股定价进一步市场化，目的是实现新股定价的市场化”。

2009 年实行新股发行制度改革以后，A 股市场共有 147 家公司进行了 IPO，新股平均市盈率高达 66.25 倍。远高于深沪两市的平均价格水平，其表现与 2000—2001 年的发行制度改革并无不同。可见，这次新股发行制度改革没有取得预期的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之所以没有取得预期的成效，其原因在于二级市场的价格形成机制没有理顺，导致股票市场价格扭曲的四个因素仍然存在，有些因素甚至还有加强的趋势，如上市公司的借壳与重组行为在2009年层出不穷。

但也有改进的地方，如上市公司的发行数量与节奏的控制开始淡化。在2009年年底，股市人气不济的情况下，市场舆论普遍呼吁应该放缓新股发行，试图走上老路。监管部门则采取了相对超脱的方式去处理，尽管有些公司上市首日或不久就跌破发行价格，但没有看到暂停或放缓新股发行，破发后的投资者对新股的风险意识开始增加，直接表现为新股定价水平出现下降。

四、政策建议

第一，要使新股发行制度改革取得预期成效，改革措施出台的时机最好选择在股价较低时，但股价低迷时监管层往往采取“保护”措施，减少新股发行成为维护股市稳定的必备措施。只有在股价较低的时候放开对新股发行的行政管制对市场冲击才最小，因为股价较低使发行者不愿意通过股市方式来融资，市场对发行者及投资者的约束才真正起作用。

在股价较高时推行市场化定价就必定会导致控制发行节奏和发行数量，使得市场化定价就难以真正实施，这正是2001年进行新股定价改革的教训之所在。

当前，股价已经从最低点平均上涨了近一倍，不少股票上涨了数倍，股价的估值水平已经处在偏高的水平，应该继续放开新股的发行数量与节奏，让市场的力量逐渐起作用。

第二，对借壳重组的行为进行严格约束，打击内幕交易及各种操纵市场价格的行为，使二级市场的价格形成机制逐渐步入正轨。可以直接借鉴香港证券交易所的成功做法，对上市公司资产置换比例超过50%的行为视同为新股IPO。

只有严格控制“乌鸡变凤凰”的游戏，垃圾股才与绩优股的价格产生差异，股票定价的机制才走上正常的轨道，新股定价市场化才会有章可循。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，淡化窗口指导，但不放弃窗口指导。从过去新股发行的实践看，在市场低迷的时候，投资者风险定价会偏向于理性，可以淡化窗口指导。而市场过热的时候，投资者风险意识淡漠，窗口指导则应该及时启用。监管部门可以设置一个内部指标，如连续几只股票IPO定价超过30倍市盈率就启动窗口指导，这样就可以有效防范过高价格发行、助长泡沫的情况。

退市机制：为什么上市公司只“上”不“下”

一、退市机制名存实亡

除了对上市没有兴趣而不再提出恢复上市申请的ST本实B以外，深交所在近两年内已经没有强制一家上市公司退市了，目前深交所最“年轻”的退市公司就是2007年6月和7月退市的ST佳纸、ST托普。

在退市公司不再出现的同时，一大批长期停牌的暂停上市公司纷纷咸鱼翻身、奇迹般地复活。

2004年就被暂停上市的深交所上市公司ST中辽在雪藏5年之后于2009年6月5日奇迹般恢复上市，当日最大涨幅高达742.29%；

2009年9月11日，暂停上市近三年的ST美雅和ST成功两家公司恢复上市，当日涨幅分别达到836.78%和515%；

2009年6月5日，ST兰宝恢复上市，复牌后涨幅更是达到惊人的1857.89%，创下历史最高纪录。

暂停上市股票的复牌现象不仅在深交所热闹非凡，上交所也不甘寂寞：2006年6月停牌的ST黑龙于2009年4月17日恢复上市，更名为国中水务；2007年5月暂停上市的ST天香于2009年10月恢复上市，更名为松江股份。

受到前述一系列成功案例的鼓舞，一大批尚未恢复上市的暂停上市公司纷纷加快了重组步伐。早在2006年就被暂停上市的ST圣方、ST嘉瑞均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于2009年年底高调推出了自己的借壳上市方案。

二、魔鬼藏在细节中

对于ST公司为什么能够长期“腐而不朽”，绝大部分投资者都会十分困惑，因为按照上海、深圳两交易所公布的《上市规则》有关规定，ST公司被暂停上市以后最多只能够存活13个月左右的时间。《上市规则》明确规定，公司在暂停上市当年的年报披露后必须提出恢复上市的申请，同时交易所应当在收到申请的1个月内作出恢复上市或退市的最终决定。也就是说，在公司被暂停上市1年左右的时间内，交易所必须对该公司的恢复上市或永久终止上市作出明确的裁决。

其实魔鬼就藏在细节中。ST嘉瑞在2009年11月3日的《重大资产重组报告书》中就向人们揭示了藏着魔鬼的细节。报告书原文如下：“2006年4月13日，因2003年、2004年和2005年连续三年亏损，公司股票被暂停上市交易。公司董事会于2007年2月27日向深交所提出恢复上市申请，2007年3月5日，深交所正式受理了本公司的申请。截至目前，公司仍按照深交所的要求补充提交申请恢复上市资料。”也就是说，ST嘉瑞就是通过“补充资料”赢得了3年的“缓刑期”，最终等来了挽救自己的白马王子。ST中辽也是通过同样的方式获得了5年的宝贵时间，从当初的大熊市一直等到了如今的大牛市，垃圾总算变成了宝贝。

三、谁来决定“缓刑期”的长短

交易所给予暂停上市公司“缓刑期”的法律依据就是现行《上市规则》第14.2.13条最后一句很不起眼的话“本所要求公司提供补充材料的，公司应当在本所规定期限内提供有关材料。公司补充材料期间不计入本所作出有关决定的期限内”。但是否每家暂停上市公司都有权获得补充材料的时间、补充材料的时间长短等一系列问题均无明文规定，只能由交易所和当事人“协商”确定了。

上市公司在中国属于非常特殊的群体，退市与否牵涉到无数人的敏感神经。不仅上市公司数量是地方政府政绩的重要指标之一，而且很多地方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府都将当地 GDP 的发展寄希望于上市公司的持续再融资。对于上市公司原股东来说，保住上市地位就意味着保住了一棵“摇钱树”，一家没有任何资产和业务的空壳公司据称可以卖到 2 亿元以上。对于打算借壳上市的重组方来说，打着“灯笼”才能找到一家如意的壳公司，一旦相中后绝不轻易撒手，因为直接上市需要两三年的苦苦等待，还不知最终结果如何。更有甚者，某些上市公司如果因退市而被迫破产将会牵涉一大批相关利益者，但只要这家公司被重组了，一切问题都被掩盖。这就不难理解为什么地方政府会不惜拿出最好的资产和现金去挽救一家没有任何人员就业的空壳公司了！

在上市公司退市面临如此复杂的外部环境下，如何保证交易所正确行使自己手中的生杀大权就非常值得关注了。在 ST 嘉瑞的借壳重组方案中，资本运作高手湖南湘晖自愿掏出真金白银承接了上市公司 6.5 亿元的历史遗留债务，将 ST 嘉瑞清理成了“零资产、零负债”的净壳。作为补偿，湖南湘晖将获得重组方向其让渡的 8300 万股上市公司拟增发股份。如果 ST 嘉瑞的恢复上市申请被交易所驳回，则湖南湘晖前期投入的几亿元现金必将打水漂。但湖南湘晖敢于如此大胆地一掷千金，想必对于 ST 嘉瑞未来恢复上市的前景已经完全了然于心了。

四、退市机制失效将使股市的系统风险积聚

交易所对暂停上市公司的网开一面，受益的是地方政府以及上市公司关联方，但损失的是“价值投资理念”和“价格发现功能”这两块证券市场存在与发展的基石，让中国的证券市场长期无法摆脱“赌场论”的指责。曾经被寄予厚望的创业板更是变本加厉，其制度根源就在于此。

当投资垃圾股能够获得超额收益时，如何“理性投资”和“价值投资”的说教都显得苍白无力。尤其要关注的是，连续蝉联基金投资收益率冠军的明星基金经理王亚伟就是通过投资重组股来获得成功的，在他的示范下，越来越多的基金经理开始关注重组股、小盘股。于是，我们看到有趣的现象，当沪深 300 指数距离 2007 年的最高点还有 40% 多的差距时，中小板的指数已经创新高。与此对应的是，市场投资热点一直集中在中小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

板、创业板，而蓝筹股则无人问津。市场的泡沫和系统性风险已经急剧增加。退市机制没有正常发挥作用而导致的后果正在显现。一旦市场资金吃紧，市场投机气氛退潮，这些已经严重脱离基本面的股价将会出现崩盘的走势，对投资者将形成沉重的打击，威胁到市场的健康与稳定。

五、强化退市机制，应从现在做起

虽然证监会主要领导曾多次强调创业板将加大退市力度，不允许再玩借壳上市的游戏，但市场投资者又有几个人会相信呢？2007 年年初，深交所为了完善优胜劣汰机制，提高中小企业板上市公司质量，特别制定了《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》，但当前的现实是一大批中小板上市公司纷纷卖壳重组，上述规定形同虚设。中小板公司很容易通过卖壳重组方式逃避退市，主要原因就在于股本小、重组成本低。而创业板股本更小，个个都是优质壳资源，更不用担心找不到重组方了。因此，创业板当前的疯狂是完全有理由的。

为了让市场尽快恢复理性，让创业板拥有正常的外部生存环境，交易所应当立即强化主板和中小板的退市机制，而不是纸上谈兵式的风险教育。如果只是强调创业板市场将严格执行退市制度的话，对当前的投资者树立正确的投资理念没有什么作用，因为创业板的公司才刚刚上市，距离退市至少还有几年的时间，有点隔山打牛的味道。应该从主板市场和中小板市场立即实施严格的退市制度，不能找任何借口拖延此项制度的实施。

六、提高透明度：让监管者应该受到监管

《上市规则》洋洋四万多言，汲取了世界各国证券市场近百年的监管精华，不可谓不是一部好制度，但第 14.2.13 条一句丝毫不起眼的话就让整个上市规则的执行效果大打折扣，其根本原因就在于市场经济建设过程中政府职能没有及时转变，监管者自身的权力没有得到有效制约。退市机制没有正常发挥作用的最本质原因是监管者本身没有受到监管。

相比欧美主要国家的资本市场，我国的股票市场发展有其特殊性，从 20 世纪 90 年代初至今我们用不到 20 年的时间走过了欧美西方国家资本市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场100多年的道路，制度建设和市场建设都不是自然形成的，是典型的“外生增长模式”，该发展模式的好处是可以广泛借鉴国外资本市场发展的经验和教训，但也会带来一些问题，因为资本市场是一个新兴事物，决策层和立法层的大多数人并不一定具备丰富的资本市场知识，这就为制度建设及对制度的执行与监督带来盲点。中国的证券监管体系建设事实上一直主要由中国证券监督委员会承担，而中国证券监督委员会又是证券市场的主要执法者，这种双重身份自然容易导致不受制约的权力。

让监管者受到约束、克服监管盲点的最有效方法是提高透明度。在早期的监管实践中，我们采取保密的做法，结果是保密的资料被明码标价出卖，最典型的案件是证监会发审委的工作人员出卖发审委员名单资料一事。后来的发行规则修改后将负责每家公司的发审委员名单事先公告于众，通过增加透明度来增加监管的效率。事实表明，在事关重大利益的环节上采取保密的做法是无法达到“三公”原则的，唯有提高透明度才能有效消除腐败，实现市场的“三公”原则。

退市机制的实施及操作程序应该实行阳光下作业，唯有如此，才能让监管者置于社会公众的监督之下，杜绝暗箱操作。

分红制度：半强制分红制度的悖论

2011年12月召开的全国金融工作会议对资本市场工作的要求是“深化新股发行制度市场化改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管”，把完善分红制度列为未来资本市场的核心工作之一。

完善上市公司分红制度这个议题由来已久。2001年以来，中国证监会为此出台了一系列制度。总结和分析这些政策措施在实践中存在的问题，对于进一步完善上市公司分红制度无疑有指导意义。

一、半强制分红制度的由来及其在我国的实践

从正常的法律关系来看，上市公司是否分红，以及分红多少，应该由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的董事会或股东大会决定。小股东可以通过股东大会或董事会来表达自己对股利分配的诉求。简言之，正常情况下，分红应该属于公司内部的事务，与监管无关。

所谓的强制分红制度是指在已有法律条件下无法促使企业主动发放现金股利时为保护小股东采取的一种措施。强制性分红制度一般对上市公司的净利润分配比例或分配形式做出了硬性规定，其主要目的在于提供股东满意的股利支付水平以及保护股东的股利分配权。事实上，投资者法律保护相对不完善的许多新兴市场国家也采用强制性股利政策来保护外部中小投资者的利益。譬如，巴西规定上市公司必须将公司当期净利润的50%以现金股利方式支付给股东，乌拉圭对净利润的强制股利分配比例为20%，其他规定强制股利分配的国家还有智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、希腊等。

表7-2 中国证监会颁布的有关上市公司分红政策文件一览

颁布时间	文件名称	有关分红政策的主要内容
2001年3月28日	《上市公司新股发行管理办法》	对于公司最近三年未有分红派息，董事会对于不分配的理由未作出合理解释的，担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明
2004年12月7日	《关于加强社会公众股东权益保护的若干规定》	上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近三年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份
2006年5月6日	《上市公司证券发行管理办法》	上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%
2008年10月9日	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%；对于报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司，应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途；应披露现金分红政策在报告期的执行情况；应以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额与净利润的比率

注：本表由笔者根据有关文件汇编而成

2001年以来，中国证监会出台了一系列政策文件规范上市公司的分红行为（参见表7-2），但我国对上市公司分红行为的要求比“强制分红制度”要低，上市公司在其他国家的强制分红制度下，分红是行使法律义务，不分红或分红比例达不到规定的比例要求，则属于违法行为。而中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证监会对上市公司分化的制度安排并没有上升到法律层面上，主要做法是将上市公司的分红行为与再融资行为挂钩，对不分红或分红比例达不到规定比例的上市公司取消其再融资的要求。有些学者把这种做法称之为“半强制分红制度”是比较恰当的。

从上表中可以看出，自 2001 年 3 月 28 日出台《上市公司新股发行管理办法》之后，中国证监会对上市公司分红的要求越来越高。

尽管对上市公司分红提出了越来越具体的规定，强制色彩也越来越浓，但这些规定只是对拟再融资的公司有效，对不想通过公开方式融资的上市公司没有约束力。因此，将我国有关上市公司分红的规定概括为“半强制分红制度”是比较恰当的。

二、为什么要实行半强制分红制度?

从国际视野看，实行强制分红制度的最主要理由是社会公众股东的权益得不到很好的保障，通俗地说，就是对上市公司的实际控制人不放心，分红的目的就是防止上市公司的内部人侵占小股东的财产。对于中国的上市公司来说，公司治理方面存在的问题有些是发展中国家共有的，有些可能是“具有中国特色的”，归纳起来大致有以下几个问题：

1. 通过关联交易转移上市公司的财产

在中国 A 股市场，很多上市公司不对投资者分红，大股东与上市公司或者上市公司与子公司通过关联交易进行非法利益输送，从而将上市公司利润转移，这种现象相当普遍。近年来一些被披露的关联交易案例，其中很多已经被证监会查处，相关人员也因此锒铛入狱。当上市公司的账面存在很多资金时，一些人就开始想办法占用这些资金。有些是直接占用，如让上市公司投资一个项目，而项目的实际控制人并不是上市公司；再如，让上市公司提供融资或融资担保等等，尤其是上市公司给大股东融资提供担保的行为相当普遍。尽管监管者对各种关联交易都有详细的规定，需要按照程序进行公开披露，尤其是最近几年监管部门对上市公司与大股东之间的融资担保事项抓得很紧，但事实上，很多上市公司的关联交易并没有披露，即使事后“被披露”也不会有严重的后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在无法根治关联交易痼疾的假设前提下，为防止“掏空”上市公司的行为发生，实行强制分红或许是一个好的选择。

2. 政府对上市公司的不当干预

在当前的经济体制下，无论是国有控股的上市公司还是民营控股的上市公司，都或多或少受到地方政府行为的支配，上市公司在一定程度上承担了公共财政的职能，上市公司实际上成为政府的“融资平台”。最典型的案例是“五粮液”，该公司是在实行计划指标制的背景下上市的，它当年之所以被推荐上市，就是因为它的盈利能力出色。换句话说，四川省为了让有限的上市指标融到足够多的资金，将五粮液这家不缺钱的公司推向股票市场，从一开始就打上了地方政府的深刻烙印。

对于地方政府而言，增加投资、提高税收收入、促进就业是其工作取向。五粮液公司是宜宾市的财政支柱，地方政府当然希望该公司把所有的资金都投资在宜宾市，五粮液投资规模越大，宜宾市的 GDP 增长就越快，财政收入就越多。五粮液上市之后，总是想投资大型工业项目，2001 年曾经计划投资“光纤通讯”项目，2007 年前后，当汽车行业热门时，又有制造汽车的欲望。一家酿酒的公司投资高科技或造汽车，其难度可想而知，知难而进的背后是地方政府的行为在推动。

五粮液总是希望动辄投资上百亿的项目，因为该公司有很好的现金流，而且可以通过股票市场融资，简单来说就是钱多在作怪。因为钱多而乱投资，最后导致公司陷入困境的故事在中国的股票市场已经不胜枚举。五粮液如果不把多余的现金流分给股东，迟早有一天会掉进投资失败的陷阱。假如把多余的钱分给投资者，此类问题就可以少发生。

3. 上市公司不重视分红与投资者行为有很大关系

上市公司不重视现金分红的责任不全由大股东或上市公司承担，它与投资者行为偏好也有很大关系。

多年来，我国股票市场形成了一种炒作股价的行为模式：主力“庄家”与上市公司达成私下协议后，开始低价位收集股票筹码，等筹码收集完毕，由上市公司公布一系列利好消息，这些利好消息包括业绩增长、签订大的销售或工程合同、高比例的送红股或公积金转赠股本，尤其是“高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比例的送红股或公积金转赠股本”对股价有较大的刺激作用。这些利好消息公布后引起股价上涨，庄家完成筹码的派发。

上市公司实行大比例送股的做法在财务上没有什么实质意义，但该行为在我国的股票市场有暗示的作用：上市公司推出高比例送股，意味着有庄家介入了该股票，既然有主力庄家潜伏了该股票，散户投资者就可以跟风赚钱。于是，股价会上涨。

相对于现金分红而言，投资者更喜欢送红股。这就是当前中国投资者行为的真实反映。

反映投资者上述行为偏好最具代表性的案例是上市公司“佛山照明”的行为。该公司被众多股民称作 A 股市场上的“现金奶牛”，该公司每年分红的比例占净利润 65%，自上市以来已经给投资者分配了 20 多亿元的现金，累计分红超过了该公司的股票融资量。但董事长钟信才对媒体说，因为他拒绝了一些机构希望公司配合送股分红的做法，使得公司的股价没有被炒起来。于是，市场认为“佛山照明公司是绩优垃圾股”，包括基金在内的机构投资者对该公司并不感兴趣，只是一些境外的机构一直持有该公司的股票。

既然投资者普遍对现金分红不感兴趣，上市公司当然也不会热衷于现金分红了。

随着保险等机构投资者的增加，希望长线投资的机构比例将逐渐增加，这些机构将主要通过预测上市公司未来分红的现金流来给公司股票定价，必然对上市公司现金分红的要求越来越高。这些投资者对股价的短期波动兴趣不大，更多地关注股价的长期趋势。

可见，实行强制分红或半强制分红制度也是纠正投资者行为的重要举措，同时也是顺应长线投资者入市要求的产物。

三、半强制分红的悖论

强制分红或半强制分红的目的是为了纠正上市公司普遍重视融资而轻视给予投资者回报的现状。但我们将上市公司的再融资与现金分红的行为挂钩的做法其实存在着悖论：既然上市公司每年都分红，说明该公司不缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金，就不应该让这些公司到资本市场去再融资。对于真正有好项目，而缺少资金的公司而言，无法到资本市场去融资，如果为了再融资而把本来就短缺的资金分配发给股东，则很可能会丧失重要的投资机会，等再融资的钱入账后，投资机会可能已经消失了。

上述融资与分红的悖论已经广泛存在于商业银行和保险类上市公司中。由于最近几年业务的快速扩张，商业银行和保险类公司需要资本金的快速补充渠道，而根据当前的规定，要完成再融资就必须分红。资本金本来就紧张，还要给股东分红，这就是商业银行和保险公司面对半强制分红制度出现的尴尬。2012 年年初，汇金公司主动提出可以降低四大商业银行分红的比例要求。可见，这种悖论已经引起了有关方面的关注。

在分红行为与融资行为挂钩之后，更多的上市公司采取了“钓鱼”的策略：以较少的利润分红为诱饵，获取大额融资的实惠。这就造成分红被“异化”甚至“逆向选择”，那些有心计的公司会事先准备好一笔钱分红，为的是融资时“狠融一大笔”。

四、简要的结论和政策建议

第一，半强制分红制度在我国有一定的合理性，但在实施该项制度的过程中，需要更合理的手段和措施，将分红与再融资行为挂钩的做法有些矛盾，需要进一步完善。

第二，投资者对上市公司分红的重视，其背后是对公司治理结构不合理的担忧，监管者应该创造条件让投资者有足够的手段和方便的途径对上市公司进行监督和约束，在分红表决上可以试行“类别股东表决机制”，让小股东充分行使分红的权利。

第三，在强调现金分红的同时，要采取措施遏制送红股和公积金转赠股本的不良行为，引导投资者行为向健康方向发展。从法律上说，分红行为属于公司的内部事务，政府监管者无须介入过多。但我们不能对市场的痼疾熟视无睹，可以通过增加对高比例分红公司高管的内幕交易行为监管来遏制此类行为。从经验看，凡是有高比例分红的公司，一般都存在内幕交易行为，打击内幕交易行为的同时就可以制止高比例送股的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创业板："三高"问题是如何炼成的

创业板市场运行已三年多，无数投资者怀着投资中国的微软和苹果的梦想开始了他们的冒险之旅，而等待他们的除了破发就是亏损。因此，有人戏称创业板市场为新的"万人坑"。虽然有些刻薄，但也未偏离事实太远。尽管三年的时间太短，还难以客观评价创业板市场及投资者的损失究竟有多大，但我们如果不正视创业板存在的问题与缺陷，我们的创业板市场不仅产生不了中国的微软和苹果，而且可能成为腐败的温床，成为资本玩家的乐园。

一、创业板市场的主要问题是"三高"，核心是"高发行价"

所谓的"三高"是"高发行价"、"高市盈率"以及"高超募资金"。创业板市场自三年前创立之日起，三高问题就如影随形。统计数据显示，2009 年 10 月 30 日，当天上市的 28 家创业板公司，上市首日整体市盈率高达 82.36 倍。开板以来的创业板市场合计募集资金 2272.61 亿元，其中，超募资金 1260.73 亿元，超募资金占募集资金总量的 55.47%。虽然三年间创业板新股平均发行市盈率已经在逐年降低，分别为 70 倍、53 倍和 32 倍，但发行市盈率仍然偏高。

与"三高"问题相伴随的是股价下跌，导致申购新股的投资者惨遭"破发"（即股价跌破发行价格的简称）。截至 2012 年 10 月 30 日收盘，65% 的创业板公司股价跌破了发行价。2012 年在发行市盈率降低的情况下，有 26 家公司破发，占新上市公司数量的 37%。

与创业板糟糕的股价表现相比，创业板的造富功能却十分惊人。数据显示，创业板开板三年，造就了 2489 位千万富翁、735 位亿万富翁、116 家 10 亿级家族富豪。目前创业板前 10 名的个人股东平均身价为 44 亿元，身价超过 10 亿元的个人股东接近 50 位。在投资者看来，创业板简直就是上市公司和承销商"合谋"圈钱骗人的赌场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上述数据就可以直观地看出，创业板市场的“三高”问题核心在于“高发行价”。因为发行价格太高，导致了大多数投资者亏损；同样，也因为发行价格过高，导致上市公司严重超募，使发起人股东一夜暴富。

二、“三高”使创业板市场从创业乐园沦为创富工厂

建立创业板市场的初衷就是要建立一个创业“乐园”，建立起一个市场化的选择机制来替代行政的手段配置资源，以提高资源的配置效率。

美国的纳斯达克市场之所以能够培育出微软、谷歌、苹果等伟大的公司，就是因为它成功建立起了高效的、市场化的资源配置机制。它有两个著名的口号：（1）任何公司都能上市，时间将证明一切！（2）这里是百万富翁制造业！与之对应的是两个特殊的交易机制和上市标准：其一是做市商制度（Market Making），其二是允许高成长公司在实现盈利之前上市。

只有建立起了这样的交易机制和市场选择机制，才能使资本与创造力“无缝对接”，才能使创业板市场真正成为创业者的天堂。

反观我国的创业板市场的交易机制和选择机制，完全与主板市场雷同，只是上市的股本大小与主板市场稍有区别而已，不允许有创意但无盈利的公司上市，这样的创业板市场无法让资本与创造力“无缝对接”。最能说明问题的是我国一大批有创意的公司到美国上市，因为这些公司没有盈利，在国内不符合上市条件。

更值得关注的是，我国创业板市场的“三高”现象扼杀了上市公司的创新动力。平均每个上市公司募集资金达7亿元人民币，只要把股票成功套现就可以成为“富翁”，无须再创业了。很多上市公司的高管人员为了尽快套现不惜辞去职务，根本谈不上创业了。美国的纳斯达克市场也标榜自己是“百万富翁制造业”，但其过程比结果更重要，我们要学习其培养“富翁”的机制和过程。

股价过高还可以给PE投资者带来丰厚的投资回报，一个成功的PE案例，少则可以得到十倍以上的回报，多则可以获得数十倍的收益。有“租金”的地方就一定存在寻租的行为。上市可以让发行人获得如此高的收益，当然就会吸引各种寻租势力的介入，无论是PE环节，还是发行审批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过程，各种腐败行为均不可避免。有人说“股票市场是一个分赃的游戏”是不无道理的。

三、创业板市场的“三高”问题是如何形成的?

1. 主板市场的小盘股存在高估值现象影响创业板定价

创业板市场的“三高”问题不是孤立存在的，它与主板市场的高估值有密切关系。在主板市场里，流通股本与创业板市场类似的小盘股同样存在高估值问题。创业板的“三高”问题之所以如此显眼，是因为这个市场几乎所有的股票都是小盘股，而主板市场的小盘股相对分散。

笔者把所有主板市场的股票按照流通股本大小分成五组，可以清晰地看出，股票的估值与流通股本的大小呈反相关关系，股本越大的公司估值就越低，小盘股的估值明显高于大盘股，以截至2011年6月的数据看，流通股本为20亿以上组的平均估值已经低于10倍市盈率，流通股本为10亿~20亿之间组的平均估值为20倍左右的市盈率，流通股本为3亿~10亿组的平均估值大约为27倍左右，流通股本为1~3亿组及1亿以下组别的平均估值十分接近，大约为32倍市盈率。

作为市场的投资者可能对上述现象已经司空见惯，但这的确是一个扭曲的价格体系，更准确地说这是一个不正常的估值体系。从国际比较或理论上的推导看，我国股市合理的估值水平应该是10~15倍的市盈率，小盘股的估值应该更低一些。在香港市场上，大盘蓝筹股的估值水平大约在市盈率15倍左右，而小市值的公司估值都在市盈率10倍以下，有些创业板的股票估值不到5倍市盈率。

将我国股票市场的估值体系与正常的股票市场（或理论上的推导）进行比较可知，当前我国的股票市场上，只有蓝筹股的估值与定价比较合理，流通股本在3亿以下的小盘股的估值是严重偏高的。创业板市场的估值与定价是非常不正常的。

小盘股在主板市场为什么会存在高估值现象？根本原因在于没有完善的退市制度。2001年以后基本上没有股票退市，而垃圾股不断被借壳或重组的现象激发了投资者炒垃圾股的热情。因为股本越小的上市公司越容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被重组或借壳，因此，投资者对盘子小的垃圾股十分偏爱，甚至会出现同一个行业里垃圾股的市值高于蓝筹股市值的反常现象。

2. 新股定价机制的伪市场化

从程序看，创业板 IPO 定价过程是完全是由市场决定的，这与监管当局倡导的市场化改革的思路是一致的。但从实际操作层面看，我们的股票发行定价的市场化存在两个明显的缺陷：

一是股票发行的数量和节奏存在人为的管制，这与市场化的初衷是背离的。市场化的前提是供求双方都不受限制，在人为控制发行股票的数量和节奏的背景下搞价格的市场化，价格当然会出现扭曲。

二是市场博弈双方的实力不匹配。从市场博弈的角度看，创业板市场的主要参与者可以分为：散户、PE 投资者、公募基金及其他机构投资者，其中的公募基金及其他机构投资者大多数都不是合伙人制的公司机构，参与定价的人员并不十分关心被定价资产的价格（因为公司是否赚钱与自己的所得关系不大），因此，就必然存在“人情定价”现象。根据我们的观察，在新股询价过程中起主导作用的主要是 PE 投资者，很多公司的上市过程及价格的确定都是由 PE 主导的，甚至公募基金的参与也是由 PE“游说”的结果。因此，发行的高定价及 PE 投资者的套现引起的股价下滑都是创业板股票命中注定的，最终的买单者一定是散户投资者。

不正常的估值体系一旦形成，就会成为强大的力量阻止任何改革的实施。例如，监管者为了维护股价的稳定，就必须采取控制新股的发行节奏和数量，于是，出现 700 多家公司排队上市的壮观景象。同样，投资者为了维护股价，对上市公司的融资或再融资口诛笔伐。而完善退市制度等一系列改革更是难于上青天了。

四、行政主导与市场规则的冲突

股价的高低只是问题的表面现象，其深层次的问题是制度设计上的不合理。我国的创业板市场（乃至主板市场和中小板市场）存在行政主导与市场规则之间的矛盾和冲突。从理论上看，我们之所以要搞创业板市场，是因为市场的选择效率要高于行政的选择效率——这是美国在科技上遥遥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领先于全球各国的最主要原因。因此，要让创业板市场真正发挥作用，就必须让市场的力量来主导创业板。当前创业板市场是通过行政审批（表面上是核准）来获得上市资格，其本质还是行政的能力强于市场的选择。

要让市场的力量充分发挥作用，应该吸收美国纳斯达克市场的交易机制和上市标准：其一是做市商制度，其二是允许高成长公司在实现盈利之前上市。做市商制度的核心是让投资银行充分发挥市场的价值发现功能，而允许高成长公司在实现盈利之前上市是大大降低了上市的门槛，不仅让市场投资者有充分选择的空间，而且可以让创意和资本“无缝对接”，让众多的年轻人实现白手起家成为百万富翁的梦想。

行政力量占主导与我国股票市场制度演变的路径依赖有关，与发达国家的股票市场的自下而上的演变不同，我国的股票市场是自上而下演变的，蕴含着信托责任的股票经纪商制度没有建立起来，市场一直是以散户为主的市场，市场的功能相对欠缺。因此改革的一项重要工作应是培养券商承担起信托责任，给予券商自由配售权，同时促进养老金等各类机构投资者的发展，建立起以机构投资者为主的证券市场，从而提高新股发行的定价效率，减少资源错配的成本。

另外，股票市场由上而下的制度创新机制使市场建设成为一个政绩工程。既然是政绩工程就不能出丝毫的差错，把创业板的上市门槛抬高显然与此有关。因此，搞行政审批，控制市场的节奏是该行为的必然结果。

五、关于完善创业板市场的建议

要让创业板市场真正成为激发中国人自主创新的“乐园”，实现创意与资本的“无缝对接”，就必须对当前的创业板市场及时进行完善。随着时间的推移，市场的规模越来越大，问题会越积越多，再进行改革就面临更大的阻力。

完善创业板市场的总体原则是“减少行政干预，充分发挥市场配置资源的能力”。具体应该从以下几个方面进行系统配套改革。

第一，降低上市标准，对首次融资进行一定的比例限制。当前的创业板市场之所以存在“三高”问题，与人为抬高上市门槛并控制上市节奏有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大关系，降低创业板市场的IPO准入门槛，让更多的公司进入市场融资可以有效解决“三高”问题。为了防止降低门槛后出现恶意“圈钱”的行为，应该对首次IPO进行融资总额的限制，如规定IPO融资总量不应该超过净资产的2倍或3倍。

为了充分发挥市场选择机制，在对首次融资额进行比例限制的同时，可以考虑放开再融资（尤其是非公开定向增发）的限制，让资本市场把资源有效配置到真正有潜力的公司上。

第二，应该让交易所负责创业板的融资核准，证监会专门负责监管工作。在股票市场里，证监会是裁判员，把公司上市的核准权力放在证监会就使得它变成了“运动员”，出了问题无人充当“裁判”。如果让交易所负责上市的核准工作，运行机制就理顺了。该项建议同样适用于主板市场。主板市场的发行制度改革进行了数次，但收效甚微，与这种不合理的核准制度有关。

第三，实施严格的退市制度。这项制度是与第一项措施配套的。在降低上市门槛后，如果没有严格的退市制度，市场将很快出现上市公司数量剧增的情况，势必会形成“鱼龙混杂”的局面。从美国纳斯达克市场的经验看，让不符合条件的股票快速退市，才能保持市场的优胜劣汰功能，在大浪淘沙的过程中实现市场配置资源的作用。据统计，纳斯达克上市公司在两年内跌破发行价的近70%，第三年破产清盘或退市的公司逾55%。

主板市场可能因为历史上的各种原因难以立即实施严格的退市制度，创业板市场是新设立的市场，没有任何理由抵制退市制度的实施。假如退市制度不能得到实施，则创业板运行机制就会存在重大缺陷，创业板的作用也就无从谈起了。

国际板：为何A股投资者谈之色变

2012年6月2日，媒体报道：国务院办公厅日前转发发改委等八部门的《关于加快培育国际合作和竞争新优势的指导意见》。这意味着市场一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直关注的“国际板”已经有了官方定调，中国是否需要搞“国际板”已经无须讨论，推出国际板只是时间问题了。

但问题并非如此简单。2012 年 6 月 4 日 A 股开盘大跌，上证综合指数低开了 30 点，全天跌幅近 3%，并跌破半年线。有人做过统计，只要出现某个金融界的领导人提到“国际板”的情况，则股市就会大跌。这样的事件已经发生了多次，无一例外，何况这次是国务院定调！市场出现一定程度的恐慌应该是预料之中的。

是什么原因导致我国 A 股投资者谈“国际板”而色变？问题出在股价上，我国的 A 股价格一直高于国外成熟市场，因此，一旦很多跨国公司的股票进入我国，A 股必然下跌。

说到股价高估，大多数投资者都会愤愤不平：从 6000 多点跌到 2400 点，股价还高估？蓝筹股的估值平均只有 10 倍多，已经创历史新低了！但遗憾的是，如果只跟我们自己比，股价的确已经跌得很多，估值水平也确实创历史新低，但如果跟国际成熟市场比较，估值还偏高。尽管蓝筹股已经接近国际水平，但蓝筹股也并没有明显被低估，而占数量 70% 的非蓝筹股的估价比国际市场高出了很多。

还有人以“肥水不流外人田”为由反对“国际板”，这个理由恰恰说明当前 A 股价格还是偏高。股票是否偏高，只要看看买卖双方的感受就知道了：如果卖方（即发行股票的上市公司）感觉占了便宜，则买方（投资者）一定是吃亏了。现在，任何一家公司股票上市成功就会举行庆功酒会，股票发行成功就如中了大彩。在高发行价的刺激下，各种权力资本以所谓的 PE 方式进入股市，它们动辄赚取几倍乃至十几倍的利润。显然，当前的股票价格对卖股票的有利，投资者从上市公司手里买入股票一定是吃亏的。因此，监管部门认为“罕见的高价发行股票”是有道理的。

既然 A 股价格偏高，那么，让股价回归到合理的价位就是大趋势，无论是否上“国际板”，股价都会回到它应有的价位。投资者应该看到这个大趋势，否则，股价下跌的后果就会由自己承担。

有些投资者对股价与国际市场接轨十分反感，原因很简单，不愿意承认自己手里拿的股票偏高的事实。很多人拿出种种理由为中国股价的高估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值寻找合理的解释，典型的解释如：中国经济增长速度远远高于西方发达国家，因此，中国的公司应该享受高估值。其实，这些理由都是似是而非的，我们容易观察到的现象是，当中国的GDP增长速度低于8%时，上市公司的业绩就会出现明显的下滑。而美国的GDP增长超过4%时，上市公司盈利会十分出色。从上市公司业绩的微观感觉看，中国公司在GDP增长速度为8%的状态下与美国公司在GDP增长速度为零时的表现基本一致。这可能与两国的经济结构差异有关，简单地将经济增长速度进行比较是没有什么意义的。拿一些根本不存在的理由来给自己投资的高估值股票作解释，到头来吃亏的是自己。

其实，不管我们是否愿意，最近十年里已经出现了一种趋势，即中国股票市场的估值水平已经快速地与国际市场接轨。十年前，中国A股的估值水平是H股市场的5倍左右，在2001—2005年间，发生了一个有趣的现象——A股逐渐下跌而H股不断上涨，于是，这两个市场的估值逐渐拉近。2006年和2007年的大牛市使两个市场的估值水平再次拉大，到2008年年初，A股平均价格大约是H股价格的2倍左右。但经过2008年后的波动，二者的差距还是越来越小。当前，这两个市场的蓝筹股估值已经基本接近，但垃圾股的估值差异仍然巨大，有些上市公司的A股价格是其H股价格的2倍以上。从趋势看，这些上市公司的A股价格将跌去50%以上！

A股市场的估值为什么会越来越接近国际市场？最重要的原因是资本在境内外流动的增加，尽管资本项目还不能实现自由可兑换，但由于地下钱庄的存在使资本在境内外流动十分便利。其次是因为市场监管水平的提高，国内股票市场投机色彩有所收敛。总之，市场运行的规律导致了我国股票市场的估值水平逐渐与国际市场接轨。

国际板的推出会更进一步加剧资本在境内外的流动，使市场的估值水平更快地与国际市场接轨。从短期看，A股会出现下跌，会让当前持有股票的投资者遭受损失，但股价下跌会让未来的投资者以更合理的价格买入股票，使投资者的投资回报得到提高，从长期看，这是中国股市走向成熟的标志。

用更长远的眼光来分析国际板的推出，不能局限于股价涨跌这个狭隘的视角。笔者认为，国际板是打造上海国际金融中心的必需步骤，也是推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行人民币国际化的重要环节。所谓国际金融中心一定是国际资本的汇集之地，要让国际资本汇集上海，就应该创造良好的条件确保国际资本方便地进入或撤出。这其中既包括境外的投资者方便地买卖中国的 A 股，也包括外国的公司可以便捷地到中国 A 股市场发行股票融资。简单来说，国际金融中心一定是高度开放的市场，关起门来搞国际金融中心是不现实的。

从人民币国际化的角度看，要让人民币被国际市场所接受，首先就应该考虑为持有人民币的投资者创造多层次的投资场所，无论是近期在香港发展人民币债券市场，还是国内大规模扩大 QFII 额度及推行“国际板”的行为，其目的都是为了人民币的国际化。

如果从人口结构的视角看，吸引大量海外优秀公司到中国上市可以有效降低中国人口老龄化的冲击，为中国的社保和养老资金创造良好的投资环境。人口老龄化是未来中国经济面临的巨大挑战，现在依靠廉价劳动力的公司或行业将逐渐失去竞争优势，而拥有技术领先优势的上市公司又屈指可数，要保持中国股票市场的繁荣，唯一的途径就是引进国外优秀的上市公司，将中国的高储蓄与国际一流的技术结合起来。此举不仅有利于中国的投资者，也有利于全球经济的发展。

B 股市场：华丽转身还是行将就木[①]

2001 年 2 月 28 日，深、沪 B 股市场正式向境内居民开放，两市近两天开户达 32.25 万户，当天涨幅达 9.88%。从此，B 股市场成为境内投资者关注的焦点。在此之前，B 股市场的投资者仅仅限于境外人士，境内投资者很少参与 B 股市场的投资活动。

2001 年 3 月 16 日，时任国务院总理朱镕基纵论证券市场热点时称，不排除 A、B 股合并的可能，但需要有一个相当长的时间。因为 B 股价格一直比 A 股低 50% 以上，B 股与 A 股合并意味着又一次重大机会，使投资

① 本节原文写于 2007 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者对 B 股市场的前途充满着美好的期待。

但 2004 年 3 月 22 日，英国《金融时报》发表了一篇题为《中国 B 股市场即将淡出》的文章，这篇文章称："中国有关官员表示，中国政府已决定在将来某个时候关闭其 B 股市场。"该文使投资者再次关注起了 B 股的前途和命运。

一、B 股的历史回顾

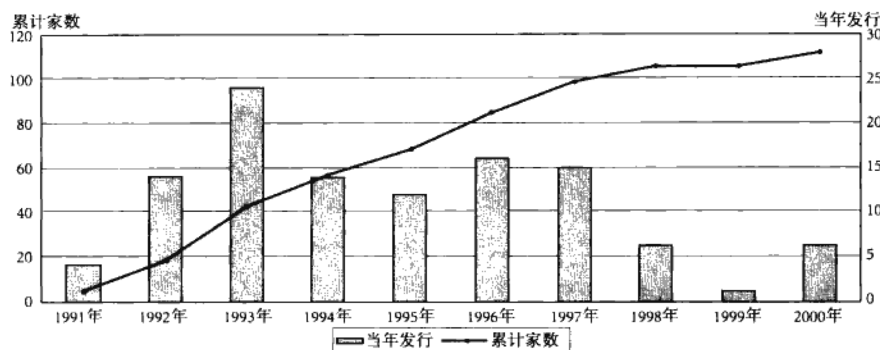
B 股是在我国境内发行的人民币特种股票，发行的对象是境外的自然人或机构。B 股市场是为国内的公司吸引境外的外汇资金的特殊场所，这是我国改革开放初期外汇短缺条件下的产物。是在人民币不能自由兑换的外汇管制条件下的金融创新。A、B 股是在两个相互隔绝的市场上流通的，在人民币不能自由兑换的外汇管制条件下，有利于管理层对股市、汇市进行监督控制，防止国外资本对我国证券市场的冲击造成股价剧烈波动。既然 B 股市场是我国外汇短缺时期的特殊制度安排，那么一旦外汇不再短缺，B 股市场就会面临功能与定位的问题。综观 B 股定位的发展历程，可以将其分为两个阶段。

第一阶段：1991—1999 年。是 B 股市场的创立和快速发展阶段。1991 年 11 月 31 日，上海真空电子器件股份有限公司向海外投资者发行了面值 100 元人民币、总共 100 万股的人民币特种股票，这是中国证券市场上的第一只 B 股。在随后的 1991 年 12 月 18 日，不甘落后的深圳一次发行了深南玻 B、深中华 B 等 9 家 B 股。在这次空前的股票发行中，不仅香港联交所 12 家一级会员中的 5 家参与了深圳 B 股的承销，顶级投资银行如摩根士丹利等也都加入包销队伍，可谓中国证券市场的一时之盛。当时中国经济呈现良好发展势头，国内外投资者看好中国市场，纷纷进驻 B 股市场，使 B 股市场在 20 世纪 90 年代初成为全球表现最佳的股市。

从图 7-1 可以看出，B 股市场的发行上市主要集中在 1992—1997 年这段时间。这是和当时的外汇短缺的形势相联系的。

第二阶段：1999 年以后 B 股市场进入停滞阶段，B 股市场面临重新定位。1999 年之后，我国外汇储备迅速增加，人民币逐渐显现出升值的压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

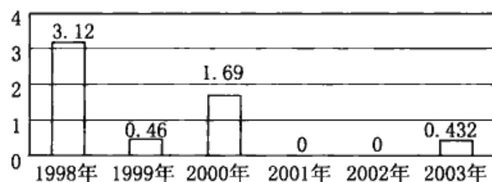


资料来源：证监会网站

图 7-1 1991—2000 年 B 股市场每年发行公司数及累计发行公司数

力，外汇短缺成为历史。在此背景下，B 股融资功能逐渐丧失（图 7-2 所示），1999 年之后，B 股的发行上市基本上停止了。

因此，尽管不断地有利好出台，但 B 股市场始终被定位问题所困惑。例如，1999 年 3 月，中国证监会有关人士表示要长期坚定地支持发展 B 股市场，证监会于 2001 年 2 月宣布 B 股市场对国内居民开放，沪深 B 指立即展开井喷行情。但 B 股市场融资一直没有太大的动作，投资者最关注的市场定位问题一直没有解决。



资料来源：证监会网站

图 7-2 历年 B 股筹资金额（亿美元）

二、B 股市场的缺陷

（一）功能缺陷

1. 融资功能不足

1991—2003 年年底，B 股总计筹资 50.02 亿美元，其中发行筹资 46.75 亿美元，配股筹资 3.27 亿美元，远小于 A 股及 H 股的筹资金额。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，2000 年后融资功能基本停滞。

表 7-3 1991—2003 年总计证券筹资金额统计（亿美元）

筹资合计	股票发行筹资			股票配股筹资	
	A 股	B 股	H 股	A 股	B 股
1220.82	632.17	46.75	275.43	263.37	3.27

资料来源：证监会网站

2. 国内 B 股市场吸纳资金能力远低于香港市场

无论是目前市场中上市公司的总数及总股本规模，还是总体市值和流通市值，国内 B 股市场都远落后于香港市场（表 7-4），二者差距很大。不仅如此，就单个上市公司的比较而言，国内 B 股上市公司的规模也明显偏小。在总股本和总市值方面都与香港市场中的上市公司相差甚远（见表 7-5）。以香港恒生指数所含的 33 只成分股为例，其中大多属于蓝筹股，仅汇丰控股一家上市公司的市值就超过了国内沪深两市 B 股全部上市公司的流通市值。

表 7-4 各市场概况对比

项目	港交所	上交所	深交所
	主板	B 股	B 股
上市公司总数（家）	853	54	57
上市 H 股总数（只）	65	-----	-----
上市红筹股总数（只）	72	-----	-----
总市值（亿元）	HKD59438	RMB457	RMB565
总流通市值（亿元）	-----	RMB 457	RMB 475

资料来源：香港证券交易所（03/03/2004）

表 7-5 蓝筹股上市公司市值比较（百万）

排序	股份名称	市价总值	股份名称	市价总值	股份名称	市价总值
1	汇丰控股	HKD 1347031	东电 B 股	RMB 4815	粤电力 B	RMB 4502
2	中国移动	HKD 526224	陆家 B 股	RMB 3252	长安 B	RMB 3742
3	和记黄埔	HKD 269658	龙电 B 股	RMB 2371	中集 B	RMB 3360

资料来源：香港证交所、上交所、深交所（2004/3/3）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 流动性不足

流动性不足主要表现在价格和换手率波动都非常大，每年的价格波动幅度都超过100%，有的超过200%（见图7-3），换手率一般在100%左右，最高达到500%，可见B股市场是一个阶段性波动较大且高换手率的市场，充分说明了其流动性不足的特点。除了市场规模等自身的因素外，历史形成的各项制度性缺陷，如缺乏做空机制和资本管制所形成的国内外市场分割等，也是一个重要的原因。

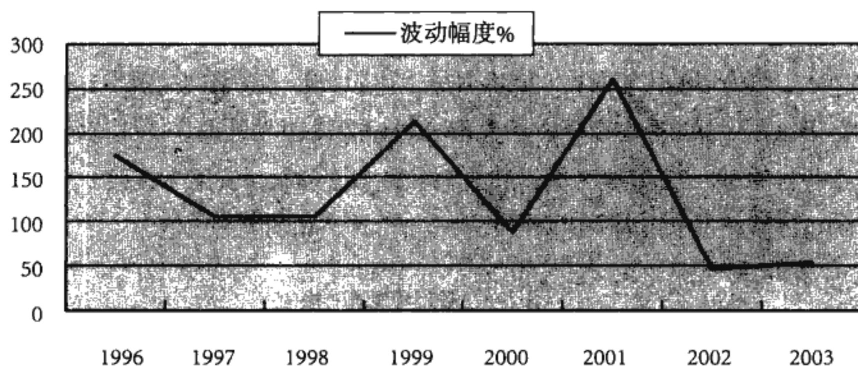


图7-3 B股市场的波动幅度（%）

（二）制度缺陷

1. 上市公司治理失效

上市公司治理失效主要表现为上市公司肆意改变公司的资金用途、大股东侵占上市公司的财产、小股东无法参与上市公司的管理等。

从表面看，我国上市公司治理结构中的最主要问题是国有股比例过大，不能流通的国有股和法人股所占的比例一直在60%以上，因此国内的很多学者认为，解决上市公司治理问题的关键在于国有股和法人股流通。根据作者的观察和研究，认为上述观点只是看到了问题的表面，没有深入到问题的本质。从世界范围看，公司治理主要有三种模式：英美市场监控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模式、德日的内部监控模式和东南亚的家族控制模式。但进一步研究发现，这三种不同的公司治理模式是对应不同的文化根源和法源基础，与英美市场监控模式相对应的是英美法系，与德日的内部监控模式相对应的是大陆法系，东南亚国家由于司法体系的不健全，使股权方式的融资无法得到保障，形成了特殊的家族治理模式。

根据法源的不同，各国法律体系可以划分为普通法系和大陆法系两大类。普通法系以英美为代表，而大陆法系以欧洲大陆国家为代表。英美法系对债权人权利保护、股东权利保护以及执法力度方面都要强于大陆法系国家。因此，英美法系国家的公司股权可以分散，而大陆法系的国家因小股东的权利得不到有效保护，只能采取集中持股的公司治理结构，德国和日本就是这些国家的典型代表。为什么英美法系国家就能对小股东的权益实施有效保护，而大陆法系就不能对小股东的权益实施有效保护？这是因为英美法系实行的是判例制度，而大陆法系实行的是成文法制度，判例法制度可以缓解“法律的不完备性”问题。

我国实施的是大陆法系，在对小股东权益的保护方面有先天的缺陷，我们不可能实现股权分散条件下的有效公司治理，以英美市场导向模式为目标的公司治理改革是非常困难的。比如说，我们发现了现行的公司法或证券法中的某一规定不利于对小股东利益的保护，但如果要对该条款进行修改，需要经过全国人大的几次讨论方可，不仅程序复杂，而且时间周期很长。在资本市场，创新无处不在，新的现象层出不穷，法律永远落后于现实，这就是大陆法系的缺点。如果是英美法系，该问题就可以缓解，因为它可以根据现实的需要，形成新的判例，新的判例形成之后就具有法律效力。

有人认为，B 股市场失败的另外一个重要原因是行政管制。除了严格的外汇管制之外，B 股也与 A 股一样面临着同样严格的发行管制，在中国股票发行管制中一直存在的所有制歧视也同样体现在 B 股上，B 股上市公司基本上是国有企业一统天下。该观点看上去合乎逻辑，但其实没有看到问题的本质，试想，如果在 B 股市场上市都是非国有公司，B 股市场就没有问题吗？答案是否定的，事实表明，非国有资本控股的上市公司更不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让投资者放心。中国的民营企业在香港股票市场遭到唾弃就是最有力的证明。

上市公司治理失效的本质在于：我们在法源体系上采用的是大陆法系，而公司治理方面是以英美模式为追求的目标。我国自改革开放以来在公司治理方面所做的工作大部分局限于技术层面的简单模仿，没有吃透每一种公司治理模式所对应的前提条件。

2. *市场监管力度不够*

一般商品市场可以在完全竞争的条件下实现资源的最优配置，实现帕累托最优。但资本市场是一个特殊的市场，由于信息的不对称和在信息不对称的情况下发生所谓的“逆向选择”、“道德风险”以及“机会主义”行为的存在，使市场风险加剧，导致市场失灵，需要对它实行强制性的监管。

但我国股票市场的监管存在很多问题。众所周知，“坐庄”是我国股票市场的顽疾，我们无法知道市场中到底有多少庄家，仅仅是2001年以来倒下的庄股就有几十个。这些恶劣的行径却都没有遭到应有的严惩。从实践来看，我国的法律对违反证券法的各种行为的惩罚力度太轻，到2007年为止，股票市场的重大案件一个接一个，但处罚最重的个人也只是判处3年有期徒刑，相比其他金融违法行为，处罚实在太轻，不足以对违法行为形成威慑力量。

三、关于B股市场的几种选择

目前，关于B股的出路有以下三种思路：一是与A股市场合并，二是与H股市场合并，三是重新定位，为境内的外汇资金创造投资渠道，为境内的公司提供外汇资本。这三种思路都存在一定的问题。

B股与A股合并的障碍。首先是我国资本项目还不能自由兑换。B股投资者仍然有一部分是境外居民和机构。在人民币不能自由兑换的条件下，这些投资者不可能接受转换币种的做法。第二，在目前存在价格差异的情况下，将B股与A股合并，侵犯了A股投资者的利益，因为同一家公司的B股比A股低很多，二者合并，A股价格会下跌。在111家B股公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，同时发行 A 股的有 80 多家，由于 B 股价格比同公司 A 股价格低一半左右，所以 B 股股东将会举双手赞成。问题在于，将 B 股转换成 A 股，将直接扩大 A 股流通股盘子，影响 A 股的市场价格，造成 A 股流通股股东的权益损失。

B 股市场与 H 股市场合并的障碍是资本项目不能自由兑换。目前，80% 以上的 B 股投资者是境内人事，目前我国资本项目还没有完全开放，境内投资者还不能自由投资海外市场，在此背景下，B 股无法和 H 股市场合并。

B 股市场的重新定位的障碍。提出 B 股市场重新定位的背景是我国外汇形势发生了根本的变化，伴随着我国经济的持续增长，人民币出现了不断升值的压力。因此，我们可以将 B 股市场重新定位为：给境内的外汇资金创造投资渠道，为境内的公司提供外汇资本。但如果汇率或汇率的形成机制发生变化，该市场就会发生大的变化，上市公司有可能不愿意选择发行 B 股来筹集资金。这是一个非常重要的研究课题。

四、B 股市场的衰落带给我们的思考

B 股市场衰落，看上去是它的定位存在问题，但根本问题还是在于我国资本市场的制度上存在缺陷。我们假设 B 股能和 A 股合并或与 H 股合并，这样的合并就会使这些上市公司的治理结构更加完善吗？上市公司的经营效率就能够得到改善吗？如果没有的话，这样的合并只是暂时解决了市场的某些问题，根本问题并没有得到解决。

B 股市场存在的深层次问题，A 股市场同样存在，唯一不同的是 A 股市场得到了政府更多的政策扶持。但一个越来越多需要政策扶持的市场是很难持久的，从这一点看，A 股市场会面临和目前 B 股市场一样的尴尬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

柜台交易：运行五年就被关闭的教训何在①

我们今天在讨论发展多层次资本市场的时候，比较一致的观点是应该大力发展区域性的柜台交易市场。但我们不应该忘记，之前我国曾经有很多柜台交易市场，影响较大的有淄博股票柜台交易市场和 NET 以及 STAQ 市场，但这些市场从开始运行到关闭，前后只有 5 年的时间。这些市场关闭之后所带来的麻烦问题，至今（2004 年）让监管者以及地方政府头疼不已！在我们再次探讨发展柜台交易市场的时候，认真总结和分析过去的经验和教训是非常必要的。

一、淄博等柜台交易市场为什么会关闭?

1. 地方政府的拔苗助长，使风险积聚

1993 年前后，全国各地都在争取开办地方性的股票交易市场，特别是 1992 年北京开通了 STAQ 和 NET 两个交易系统后，一发不可收，有的是出于地方利益考虑，有的是为了满足地方官员盲目攀比的需要，在国家没有明令禁止的情况下，各地争相建立自己的地盘。1995 年，国债交易市场被清理之后，部分国债交易中心为了生存，也转向了股票交易。据统计，到 1997 年，全国有 100 多家地方性的股票交易市场。

特别是在 1996—1997 年期间，在深圳和上海股票市场牛市的刺激下，各地为了获得股市的租金，展开了无序的竞争。有的违反国家政策自己批建营业部，有的随意让公司上柜发行和流通，有的让发起设立的公司挂牌交易。导致的直接后果是挂牌公司的质量无法保障，内幕交易频繁发生，使股票柜台交易市场的风险迅速积聚，危及社会稳定。

值得注意的是，在准备重新发展柜台交易市场的今天，各地地方政府企图拔苗助长的势头又开始出现。

---

① 本节原文曾发表于 2004 年 03 月 26 日《国际金融报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 柜台交易市场挂牌的公司质量无法得到保证

我们以 NET 和 STAQ 系统的挂牌公司为例进行分析。在这两个系统挂牌的大部分公司缺乏核心竞争力，经营状况不佳，现金流不足，债务负担过重，重组困难较大；有的公司保护投资者意识淡薄，信息披露不规范，年度报告不履行正常的审计手续，对流通股份代办转让工作也是能拖就拖。由于公司经营状况不佳，1999 年 2 月，NET 和 STAQ 所有挂牌公司悉数跌破面值和净资产，甚至不到净资产的 1/10，恒通与华凯跌幅达 99%，大部分投资者损失惨重。

表 7-6 STAQ 和 NET 系统挂牌公司基本情况一览表

系统	公司名称	所属省市	流通股本（万股）	1999.9.8 停牌时的收盘价（元）	1993.5 最高价（元）
STAQ	恒通置业	广东	11300.3	0.69	11.72
	华凯股份	海南	8700.5	0.97	11.00
	海国实	海南	18952.9	0.66	8.16
	沈阳长白	辽宁	6490	0.79	8.75
	杭州大自然	浙江	5700	3.15	7.93
	五星三环	北京	2217.6	1.15	4.77
NET	东方实业	海南	4576	0.91	
	中兴实业	海南	17090	1.57	
	建北集团	广东	20186	1.19	
	湛江洪销	广东	6210	1.53	
	广东广建	广东	10998.2	0.90	

之所以关闭柜台交易市场会引起那么大的震动，其根本原因就在挂牌的公司没有持续盈利和经营的能力，当时的股票价格普遍被市场炒高，投资者被永久套牢，投资者手中的股票实际上没有价值或价值含量很低。因此，关闭之后所带来的麻烦让监管者以及地方政府头疼不已。

3. 资本市场中存在所有制歧视

1998 年新一届政府提出了用三年的时间使国有企业摆脱困境的目标，资本市场成为实现该目标的重要手段。我们熟知的“5·19 行情”，就是政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府企图利用资本市场解困国有企业的最好诠释。1999 年 9 月 19 日，中央召开第十五届四中全会，通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》。该文件充分肯定了资本市场对改造国企的作用。在此阶段，资本市场的服务对象比以前任何时候都更加专注于国有企业，一切不利于国企脱困的东西都成为抑制或取缔的对象。地方性的柜台交易市场服务的对象主要是乡镇企业等非国有企业，它的存在分流了主板市场的资金，对主板市场的发展形成了一定的冲击。这些构成了关闭淄博柜台交易市场的背景条件。

二、关闭柜台交易市场的教训是什么？

以上分析的只是导致淄博柜台交易市场以及全国其他柜台交易市场关闭的直接原因，也是表面的原因。我们认为，要深入分析淄博柜台交易存在的问题，应该回答以下三个问题：

第一，在该系统挂牌的公司质量为什么得不到保障？或者说，该市场为什么沦为次品市场？

第二，为什么交易的价格与公司盈利能力脱节？因为即使公司的质量不好，但如果价格充分、准确反映了公司的盈利水平的话，那么市场关闭也不至于使投资者血本无归，也不会造成很大的社会震动。

第三，第一个问题和第二个问题是否是由于缺乏市场竞争而导致的（和一般商品市场那样）？换句话说，是否只要市场充分竞争，这些问题就会得到解决？有人把主板市场比作“精品店”，把柜台市场比作“百货商店”。认为“精品店”没办好，卖了假货，是因为没有“百货商店”。所以必须把百货店建起来，百货店是精品店的基础。这个观点是主张重新发展柜台交易市场最有力的根据。

上述三个问题的答案其实是相同的，根本的原因是发展柜台交易市场的法治基础还不成熟。国外的资本市场的理论和实践已经表明：一般商品市场可以在完全竞争的条件下实现资源的最优配置，实现帕累托最优；但资本市场是一个特殊的市场，由于信息的非对称性和在信息非对称的情况下发生所谓的“逆向选择”、“道德风险”以及“机会主义”行为的存在，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使市场风险加剧，导致市场失灵。完全依靠市场竞争解决不了问题，需要对它实行强制性的监管，需要相应的法治环境与之配套。把柜台交易市场比作“百货商店”的说法，实际上是混淆了资本市场与一般商品市场的区别。

有人做过研究，结果表明，证券市场的发展程度与法治水平呈严格正相关性。可靠的法治是证券市场发展的一个必要的促进机制。一国股市的发达程度可大致由“每一百万人口平均有多少公司上市”来衡量。分析结果显示，法治最好的国家这个数字平均约为33，法治中等的国家为22.36，法治最差的则只有8.51。作为比较，中国平均每一百万人约一家上市公司。债券市场情况与股票市场的情况完全一样，法治最好国家的债市总值与GNP之比平均为70%，法治中等国家平均为63%，而法治最差的平均为34%。

其实，这个道理非常简单，因为大众证券市场交易的是一纸票据，这是一种无确定相对人的金融合同，授予买方一种未来可能获得，也可能不获得现金收益的权利。要使该权利顺利得到执行，就必须有法治作保障。我们可从以下三方面来分析这种“合同”的特点并揭示其中蕴涵的与法治的天然联系。

第一，一般商业合同中签约双方是确定的，有明确的相对人，而在公众证券这类合约中的相对人是不确定的大众。比如，股票的发行方（合同的卖方）是明确的，但二级市场上的股民（买方）并未与上市公司有任何直接的签约，在合同发行时买方是不确定的。在目前的中国，即使有确定相对人、有具体签约证据的一般商业合同都难以执行，缺乏可靠、公正的司法支持，公众金融票据中所承诺的条约就更难得到司法保障了。

第二，与一般商品交易不同，证券交易的内容是现金流权利，这决定其更需要法治支持。比如，你购买了十年期的企业债，那么在未来十年里每年有一次或几次利息支付，每次支付利息时就意味着一次权利的兑现，就需要一次法律的保护。证券合同所保证的现金流权利到底值不值钱，关键在于这种权利能否得到法律或其他手段的支持。

第三，从信息角度讲，证券交易存在信息不对称，因此比一般商品更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要法律的支持。

以上三方面证明，一国证券市场的发展与其法治水平的正相关性是一种必然的因果关系，证券交易的实质决定了它必须有可靠、独立的法律环境相配合。

因此，在重提发展柜台交易市场的时候，应该认真审视一下我们的制度基础。如果目前的制度基础还不具备，那么宁可把步子放慢一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　上市公司，天使还是魔鬼？

“五粮液”暴露的中国上市公司三大软肋①

背景情况：五粮液公司2009年9月9日中午突然发布公告称，因涉嫌违反证券交易法规，其已被证监会立案调查。直至2011年5月27日五粮液公司收到中国证监会《行政处罚决定书》，认定五粮液公司存在四宗违法事实，并给予五粮液责令改正、警告和处以60万元罚款的处罚，同时对五粮液两任董事长及相关涉案人员给予不同程度的罚款。

笔者关注五粮液始于10多年前，并在2001年前后两次造访该公司。在笔者看来，五粮液暴露的问题不仅属于五粮液公司，从某种程度上说是中国上市公司的通病。

但对于股市投资者而言，要确保投资获得成效，问题的关键并不仅仅在于选择一家会赚钱的公司，更重要的是如何确保公司赚钱后能把钱放在公司的账户里让投资者分享，如果公司的钱财总是不断地流到公司高管的口袋里，那么公司的产品再好、市场销路再好，公司的账面上也不会有很好的表现。简单来说，就是要防止上市公司的高层管理人员通过关联交易掏空上市公司。笔者不清楚这次中国证监会立案调查五粮液是否会涉及关

① 本节原文写于2009年10月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联交易问题，但从该公司的历年财务报表看，关联交易的确是年年存在的老大难问题。

如何防止内部人通过关联交易掏空上市公司，这是证券监管部门一直头痛的问题，不只是在中国股票市场，它是所有股票市场普遍存在的核心问题。中国证监会为此出台了很多规定，但要想解决该问题还需要走很长的路。

看到今天的五粮液就使我想起了几年前的伊利股份，笔者 2000 年曾经对伊利股份公司做过调研，并推测 2000 年之后该公司将进入高速成长期，事后的结果也证明笔者的预测是准确的，该公司的销售收入连年高速增长，但是利润增长却很有限。后来的故事想必大家已经知道，利润的相当部分被高管人员通过巧妙的途径拿到自己的口袋里了，东窗事发之后董事长被送进了监狱。

从已经暴露的掏空上市公司的案件看，有一个共同的规律，都是内部人揭露、告发的，没有内部人的揭露，靠外部监管很难搞清楚各种掏空上市公司的“高招”。当年的伊利股份是内部人告发的，估计这次五粮液被立案调查也不例外。

从理论上讲，上市公司有董事会、监事会和经理层，它们各司其职、互相监督，怎么会普遍存在掏空上市公司的违法犯罪行为呢？董事会、监事会和经理层构成所谓的公司治理结构，一直以来，全世界的学术界都假设公司治理结构是有效的，但全球金融风暴使我们明白所谓的公司治理结构是难以抵御人类贪欲的，经常是无效的。需要说明的是，2001 年安然事件之后，美国国会曾经出台了严格的法律来约束上市公司的行为，但殷鉴不远，2007 年次贷危机还是爆发了，这说明有关公司治理的假设是有严重问题的。

如果说公司治理结构在西方作用不大，那么这套理论在中国基本上是无效的。我国上市公司主要可以分为两类，一类是国有控股的上市公司，另外一类是民营控股的上市公司。对于第一类公司来说，董事们并不能真正行使作为出资人的权利，因为很多董事本人并没有股份，董事长也不是大股东的代表，董事和董事长其实就是政府派来的官员而已，因此，董事会只能代表政府的意图，无法代表社会公众股东的利益。五粮液的董事会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是这样的典型，随着前任董事长王国春的退休，政府把副市长派到五粮液公司来当董事长。

对于民营控股的上市公司来说，董事和董事长都是名副其实的，但在我国的民营控股的上市公司中，都有一个共同的规律，凡是做得好的公司都有一个核心人物存在，这个核心人物其实充当着“家长”的角色，其他人在公司里都是次要的角色，无法和“家长”平等地讨论问题，也无法有效对“家长”进行监督。

总之，希望通过建立完善的公司治理结构来确保上市公司有效运行的设想是难以实现的。该问题如果解决不好，则股票市场不可能持续健康发展。这是中国股票市场的软肋之一。

对于这类公司来说，存在的另外一个重大问题是，重视投资、重视资产规模扩张，而不重视股东分红回报。客观地说，这不是公司高管应该承担的责任，主要问题出在地方政府的 GDP 导向上。五粮液是宜宾市的财政支柱，地方政府当然希望该公司把所有的资金都投资在宜宾市，五粮液投资规模越大，宜宾市的 GDP 增长就越快，财政收入就越多。

关于五粮液为追求 GDP 而盲目投资大型项目的事例本书前文已有述及，不再重复。不仅是五粮液、茅台之类的公司存在该问题，所有的中国上市公司都存在铺摊子的偏好，这是上市公司大而不强的症结所在，是中国股票市场的软肋之二。

中国股票市场的软肋之三是内幕交易。从五粮液的公告看，这次被立案调查与内幕交易有关。从现在被媒体揭露的情况看，五粮液在股市投资 8000 万并没有什么大不了，还只是处在“小打小闹”的初级阶段，这是五粮液公司不幸中的万幸。笔者的观察是，很多上市公司因为内幕交易获利后，会逐渐对炒股票产生“感情依赖”，逐渐将主要资金拿来炒作股票，而主营业务则日渐衰退，这样的公司光是白酒类上市公司中就可以找出好几家来。正是由于热衷于股市炒作，才有后来的“财务造假”、“虚假陈述”等一系列违规或犯罪行为，最终毁掉上市公司。我们应该清醒地看到，有不少上市公司已经深陷股市而不能自拔，一旦市场退潮，这些公司的风险就会裸露出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权分置改革能解决上市公司治理问题吗[①]

什么是“股权分置改革”（简称“股改”）？中国股票市场为什么要进行“股改”？“股改”会给市场带来什么后果？这些问题对于现在的投资者或金融研究者来说可能已经成为历史，但记录下这段历史无疑会有助于更好地理解和投资中国的股票市场。

笔者作为一个长期从事股市投资的“股民”和专业的金融研究人员，经历了“股改”的整个过程，参与了有关“股改”的理论探讨，把当时笔者的所思所想忠实地记录下来，也算是尽到了一个学者的分内之事。

需要说明的是，笔者一贯的观点是：中国股票市场的根本问题并非“股权分置”，“股改”并不能解决中国股市的根本问题。笔者还提出了一些重大的理论课题，例如：为什么亚洲的资本市场都搞得不好？为什么亚洲的公司都是家族式的管理？笔者认为这些都与文化传统有关。

在笔者撰写该文之际（2007 年），股权分置改革已经接近尾声，股市不仅走出了低谷，而且开始飙升，在举国欢庆之时，“股改”成为最大的功臣。但笔者认为，股改并没有改变中国股市的制度基础，在此背景下的股市“大跃进”可能是下一个资本风暴的策源地。股票市场的症结不是“股权分置”。

相当长的一段时间以来，不管是学者还是投资者，几乎形成了一致的认识：当时中国股票市场发展的最大制度缺陷是没有实现股票的全流通，因此，要使资本市场走上健康的发展道路，应该当机立断，实现全流通。尤其是对于股市大跌，希望通过解决“股权分置”，实现全流通来挽救股市颓势的呼声越来越高。

为什么认为我国股票市场发展的最大制度缺陷是没有实现股票的全流通呢？其理由主要有以下两点：①不能全流通，导致“一股独大”，造成

---

① 本节原文写于 2007 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司治理效率低下；②大股东的股票不能流通，使大股东与小股东之间的利益不一致，上市公司肆意“圈钱”。

我认为上述观点看上去有道理，其实是经不起推敲的。企图通过“全流通”来解决上市公司的治理问题的改革思路不论是从理论上还是实践上都是有问题的。

一、全流通解决不了上市公司的治理问题

我认为，我国上市公司的公司治理结构存在严重的缺陷。这个缺陷表现在两个方面：一是我国的传统文化和现代公司治理制度之间存在难以契合的地方，二是法治环境难以保护小股东的利益。但这两个缺陷不是由于“一股独大”导致的。相反，如果不是“一股独大”，我国上市公司的治理问题会更突出。

我们先来分析第一个缺陷。现代公司治理是我国改革开放以后从西方国家引进的公司组织制度，其主要目的是改造国有企业。但现代公司治理搬到我国来以后，一直处于“貌合神离”的状态。比如，监事会无法履行监督责任，董事长和总经理之间的关系很难理顺，总经理不向董事会说真话，董事会不向股东大会说真话，等等。原因何在？有人说，主要的原因是国有股比重太大，是“一股独大”导致的。但现实的情况却告诉我们，不是一股独大的公司更麻烦，三天两头地闹内部斗争。如果是上市公司，情况就更糟糕，这样的上市公司经常遭到庄家的光顾，每个庄家盘剥一把，要不了多长时间，一个好端端的上市公司就会被糟蹋掉！

为什么股权集中不行，股权分散也不行？我认为，我们应该从文化根源上找原因。从世界范围看，公司治理主要有三种模式：英美市场监控模式、德日的内部监控模式和东南亚的家族控制模式。但进一步研究发现，这三种不同的公司治理模式是对应不同的文化根源和法源基础，与英美市场监控模式相对应的是英美法系，与德日的内部监控模式相对应的是大陆法系，东南亚国家由于司法体系的不健全，使股权方式的融资无法得到保障，形成了特殊的家族治理模式。

英美法系的核心是基督教文化，为什么基督教文化大背景下公司治理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效率比较高？这是很值得去研究的事。在这里，我引用已故著名经济学家杨小凯关于基督教与制度方面的研究成果。他认为，基督教文化里有几个基本的东西是现代商业准则中必不可少的东西。其一是要有公平的政治游戏规则，它要满足模糊面纱的原则，即不管你在什么地位，不管你是小偷还是警察，是被告还是原告，都认为游戏规则公平。模糊面纱的原则很难在没有宗教的情况下产生。现代公司治理的核心就是民主决策和监督，这些都是建立在公平基础上的游戏规则。

而中国文化传统的根本是“不平等”，所谓“君臣、父子、长幼”有序，正是著名社会学家费孝通先生所说的“差序格局”。这种文化传统表现在公司治理中也非常充分，一个治理得好的公司就像一个家庭，这里必须有一个“家长”（董事长或总经理），其他成员按照和家长的关系的远近分为若干层次，但任何层次的人都必须按照“家长”的旨意办事，无人能监督“家长”。可见在我国“差序格局”的文化土壤里是长不出“平等”的游戏规则的。我们一直在抱怨：为什么上市公司的监事会不起作用？为什么董事不“懂事”？为什么独立董事不起作用？且不知这是我们的文化传统！

也许有人说，中国是礼仪之邦，中国人也有讲信用的传统。但中国人相信的是孔孟儒学，它是哲学而不是宗教，哲学没有像上帝那样的“监督”功能。中国人讲朋友之间“言而有信”，讲信用是有前提的，如果不是熟人，“信用”也就无从谈起了。对于上市公司来说，小股东成千上万，大股东和小股东之间根本不认识。因此，大股东和公司的实际控制人根本不可能对小股东讲什么信用。这种情况不仅存在于我国的上市公司中，儒家文化圈的所有国家都存在这个问题。这也是为什么东南亚国家的公司治理采用家族模式的最根本的原因。

理论推导往往是枯燥乏味的，还是让我们看看现实中的例子吧。在2004年，不断传来上市公司高管出事的消息，先是海外注册并上市的“中航油”董事长，接着是香港上市的“创维”创始人。就在国内A股市场的投资人隔岸观火的时候，A股市场的明星上市公司——“伊利股份”——的5名高管被抓。这三个公司的问题都是出在公司治理方面，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这三个公司又正好代表着我国上市公司注册地与上市地不同关系的三种类型。

以前，我们讨论上市公司的公司治理结构存在严重的缺陷时，总是把重点放在全流通上和法治环境方面，认为国内的法治环境难以保护小股东的利益。这次三个公司中有两个是不同法治环境背景下，而且“中航油”还是在国外注册的公司，用以往的解释思路很难说明出事的真正原因。

当然，文化因素是一个很抽象的东西，但它的确时刻影响着我们经济的方方面面，对股票市场的影响尤其巨大，试想一下，为什么包括日本在内的东南亚国家的资本市场都没有发展起来，是不是由于文化的因素在起作用？这是一个复杂而高深的问题，非笔者的学术功底能回答，希望能起到抛砖引玉的作用。

我国公司治理方面存在的第二个缺陷是法治环境难以保护小股东的利益。这方面的问题本书前文已有述及。简要来说，我国实施的是大陆法系，由于法源的不同，相对于普通法系的判例制度，在创新无处不在的资本市场，新现象层出不穷，法律永远落后于现实，这就是大陆法系的缺点。

对于国有控股的上市公司而言，在公司治理方面还可以利用过去一直沿用的约束和监督机制，如党组织、行政组织等，这些和公司治理有关的组织系统虽然效率不是很高，但仍然有效。如果我们信奉股权分散可以提高公司治理效率的理论，上市公司只有市场监督这一种途径来约束董事会和经理层，结果应该是不言自明的。

在这里，可能会产生一些误解。有人会说，按照你的观点，是不是认为国有企业的经营效率比民营企业的经营效率高？答案当然是否定的。公司治理效率和公司经营效率是两个不同的概念。民营企业的公司治理效率低的原因是小股东的资金被大股东“掏空”，但这些被“掏”去的资金成为大股东控制的钱之后，利用效率不会很差，但产生的效益已与股份公司的小股东无关。所以，从国家的角度看，民营企业的经营效率高于国有企业；但从小股东的角度看，民营控股的上市公司的资本回报率会低于国有控股的上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们再从实证的角度来验证上述理论推导。1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所正式挂牌开张，在最初交易的“老八股”中，延中实业、爱使股份、飞乐音响、申华股份以及兴业房产都是全流通的上市公司，但是，这些看上去完美的制度安排，并没有给投资者一个完美的交代。因为没有控股股东，使这些公司成为资本炒家追逐的对象，更令人震惊的是，这些全流通公司大多长期没有主业，没有市场竞争力，业绩大多由东拼西凑的“投资收益”作为支撑。从这些已经全流通的上市公司的实践中，我们清楚地看出，全流通的股票更容易被操纵，不利于公司治理结构的完善和核心竞争力的提高。

二、全流通可能导致大股东与小股东之间更严重的对立

主张全流通的另一个重要论点是：股权分置使大股东与小股东之间的利益不一致，大股东只关心“圈钱”，而不关心股价的涨跌。只要实现全流通就可以解决这个问题，使大股东与小股东之间的利益趋于一致。我认为，中国证券市场的发展得益于我们这种股权设计，否则，在我们目前的法治环境下，股票市场不可能得到迅速的发展。在我们的法律还不能很好地保护小股东的情况下，大股东不能过度地关注股价的涨跌，否则会导致内幕交易泛滥。例如实现全流通的话，我们的股票市场至少可能发生以下两种新情况：①在大股东持有的股份不能流通的情况下，大股东都有足够的动力和胆量来和庄家合谋操纵市场。如果实现全流通的话，大股东自己就摇身一变成为上市公司的庄家，利用内幕信息进行操纵市场的动力要提高 N 倍。大股东会在骗局未暴露之前大规模套现，然后一走了之，让中小股东深陷其中。②如果原股东大比例减持，二级市场的庄家就很容易成为公司实质性控股股东，因为庄家一般都握有相当比例的筹码，他们就有能力直接胁迫管理层配合二级市场操作，使公司行为严重短期投机化。最为关键的是，这类违规或犯罪手段一般都比较隐蔽，不经过深入调查取证，很难掌握他们的违规或犯罪事实，但这类违规或犯罪所获得的收益金额一般都十分巨大，几个亿，甚至几十亿元。如果监管部门或司法部门不能针对上述新特点，有针对性地改善监管方式，届时被调查对象将会有足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力为调查取证以及量罪定罚设置重重障碍，使得违规或犯罪行为长期得不到有效惩罚。一旦出现上述情况，市场对监管部门的公信力就会下降，各种短期投机行为就会十分猖獗。

因此，笔者认为，我们在讨论全流通的种种好处的同时，还应当认真考虑全流通可能存在的“并发症”，尤其需要检讨我们的监管制度能否继续有效地应对未来新的情况。

三、全流通解决不了上市公司肆意“圈钱”的行为

市场各方几乎一致认为，因为存在“一股独大”，所以上市公司只关心“圈钱”。其实，这个结论没有找到真正的病因。试想，上市公司凭什么能够高价融资或再融资？它是根据二级市场的价格来确定的，这中间没有任何错误，这种 IPO 的价格确定方式也是符合国际惯例的。笔者认为问题的关键在于二级市场的价格太高。如果二级市场的价格足够低，上市公司就不会单纯选择股票市场融资，它们可能去发行公司债券，或向银行借钱。

也许有人会说，如果不是一股独大，流通股股东在公司股权结构中所占的比重超过第一大股东，那么在关于再融资的表决上，该方案就不会通过。这个假设不符合国内外资本市场的现实，从全球的视野看，只有美国上市公司的股权最分散，但仍然有超过一半的上市公司被大股东控制，东南亚诸国的上市公司就更不用说了，大多数是家族控制的。而这些国家的上市公司，并不存在小股东与大股东在再融资问题上的如此激烈的冲突。和 A 股市场最有可比性的是 H 股市场，它的股权结构和 A 股完全一样，为什么 H 股市场没有出现 A 股市场上对上市公司融资的厌恶情绪？只有一个简单的道理，H 股的价格比 A 股价格合理。也就是说，导致大股东肆意“圈钱”行为的原因是股价扭曲，与大股东的股份是否流通没有任何关系。

因此，只要股价回归到合理价位，大股东与小流通股股东之间的利益冲突就会消失。

四、破解股市迷局的关键：探索“具有中国特色的公司治理模式”

总结上述分析，笔者认为，前任总理温家宝在 2007 年的两会中对股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的阐述是十分正确的，应该在基础制度建设上下工夫，而不要在全流通问题上打转转。对于股票市场而言，除了要利用一切手段增加市场的透明度、强化市场对上市公司的约束之外，最根本的出路还是要探索符合我国传统文化特点的“中国特色的公司治理模式”，不能简单模仿西方的所谓现代公司治理制度，这是摆在我们面前的重要课题。笔者认为，可以从以下几个方面取得突破：

第一，实施个人破产制度。“家”是中国人最核心的组织，在上市公司的治理结构中应该利用“家”的组织资源来约束有关当事人。个人破产制度就是使“家”资源有效发挥作用的方式。笔者在基层从事银行调研的过程中发现一件有意义的事情，在中国大部分地区的中小企业融资都往往因为缺少抵押物而陷入困境，但在东部沿海的一些地区，基层银行发明了有效的方法化解了这个问题，他们的做法很简单，让企业家用自己的祖屋等做抵押品，这样的抵押方式比其他任何方式都有效。因为“祖屋”是中国人“家”的象征，是自己人格的象征，失去了祖屋就会失去一切。公司治理应当从中受到启发。

第二，实施管理层和职工持股制度。尽管公司的管理层是事实上的“家长”，公司内部很难有人对他们起监督作用，但职工和企业家事实上形成了一个大的“家庭”，在这里，我国传统文化中的许多因素可以发挥作用。让企业的职工发挥监督作用的成本远远小于让小股东发挥监督作用的成本。

第三，降低上市公司发行股票筹集资金与上市前公司净资产的比例。2004 年 5 月，中国证监会将 IPO 募集资金规定为不超过上市前公司净资产的 2 倍，比以前降低了不少，但我认为应该将该比例降低到 1∶1。因为小股东出的钱和大股东差不多，小股东就可以“搭便车”。因为融资成本大大提高，大股东将上市公司视为融资工具的可能性大为降低。这一点不仅对于中小企业板很重要，对主板市场同样重要。上市公司的增发、配股融资也要按照相同的原则执行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股市重创与中国上市公司不规范行为

在美国股票市场，一场针对中国公司的做空风潮正在不断发酵。2011年3月以来，中国24家在美上市公司的审计师提出辞职或曝光审计对象的财务问题，19家中国在美上市公司遭停牌或摘牌。这些被做空的公司开始于市值较小的公司，市值在5000万美元至2.5亿美元之间，只有个别市值较大的公司（如东南融通）。但随着美国券商IBJ禁止客户融资购买130多家中国公司的股票，导致几乎全部中国公司的股票都遭到抛售，市值较大的中国公司（如新浪、人人网等）同样跌幅巨大，这些公司在几个交易日市值就减少了30%左右。

如果将该现象贴上民族主义的标签，认为是国际投行对中国公司的一场阴谋，那就大错特错了。事实上，最近几年来，中国公司在美国股票市场的整体表现十分抢眼，2010年4月中旬至2011年4月中旬的一年里，中国公司的股价平均涨幅达48%，远远超过美国股市的平均20%的涨幅。

苍蝇不叮无缝的蛋，我们应该从自身寻找原因。笔者认为，中国公司在美国遭到抛售，至少有以下三个方面需要引起我们的高度关注：

第一，财务造假行为猖獗。已经有24家中国公司因为财务造假而遭到停牌，这是我们必须面对的危险信号。为了防止公司的财务造假等行为出现，股市从制度上做了层层设计：第一层制度设计是上市公司必须有完善的公司治理结构，希望通过公司内部的利益制衡来确保信息披露的准确性；第二层制度设计是通过外部审计等中介机构的介入，希望通过独立的、专业的机构的介入来防止财务欺诈事件的发生。

从中国的实践来看，无论是公司治理结构还是外部独立审计机构，这些制度设计都还存在缺陷。从公司治理结构看，内部人控制是普遍存在的问题，外部董事（或独立董事）顶多起到一个点缀的“花瓶”作用，无法起到制衡公司大股东或管理层的作用。外部审计机构看上去是独立机构，但为了业务的拓展，无法真正独立，审计机构与公司合谋同样不是个别现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象。从已经揭露的上市公司财务造假案件看，审计机构几乎全部卷入其中。对于在美国上市的中国公司而言，审计机构还存在语言的障碍，要想做到“独立与专业”其实并非易事。

正是因为制度设计上的缺陷，美国股票市场才引入了集体诉讼制度来弥补上述缺陷。一家上市公司一旦被揭露财务造假，就有专业的机构来代理投资者进行诉讼，胜诉后不仅投资者能得到赔偿，而且代理诉讼的机构也能得到巨额盈利，但被诉讼的上市公司董事及高管及与之相关的中介机构将面临巨额赔偿责任。集体诉讼制度的精髓是用市场化的手段来监管市场，简单来说就是让“老鼠捉老鼠”而不是“猫捉老鼠”。实践表明，通过集体诉讼制度可以对上市公司起到巨大的威慑作用。

这次揭露中国公司财务造假的一个机构是一家中文名称叫“浑水”的机构，该机构以揭露上市公司财务造假的手段来获取高额收益，一旦确定目标公司，它们自己首先在市场做空，然后通过媒体公开造假的证据及分析报告，当该公司股价大幅度下跌时，即可获得高额收益。同时，专业的律师事务所会利用这些证据或资料来代理投资者索赔，它们可以获取索赔金额一定比例的报酬。可见，用“老鼠捉老鼠”的办法来监管上市公司比目前我国采取的“猫捉老鼠”的方式效率高。那么，是否可以简单推理，中国应该引入集体诉讼制度呢？国情不同，司法制度有很大差异，集体诉讼制度是否适合在中国实施还需要探讨。

第二，借壳上市行为泛滥。这次在美国被做空的股票大多数属于借壳上市的，这并非偶然。在笔者看来，到美国借壳上市的公司，希望借助美国市场做大做强主营业务者寡，而炒作股票者众。

曾几何时，中国股市借壳上市之歪风愈演愈烈，上演着一幕一幕乌鸡变凤凰的传奇：2004 年就被暂停上市的深交所上市公司 ST 中辽在雪藏 5 年之后于 2009 年 6 月 5 日奇迹般恢复上市，当日最大涨幅高达 742.29%；2009 年 9 月 11 日，暂停上市近三年的 ST 美雅和 ST 成功恢复上市，当日涨幅分别达到 836.78% 和 515%；2009 年 6 月 5 日，ST 兰宝恢复上市，复牌后涨幅更是达到惊人的 1857.89%，创下历史最高纪录。要是追溯到 2007 年的大牛市，光是券商借壳的故事就可以写一本传奇小说了：国金证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券、太平洋证券、广发证券、国元证券等，每个券商名下都书写了中国股市借壳赚钱的神话。

当这些炒作者目标对准美国股市时，惊讶地发现这里遍地黄金——借壳的成本极低，与国内相比可以忽略不计。于是，这些人将国内股市的炒作手法移植到美国市场。因此，这些借壳重组公司出问题是不奇怪的，如果不出问题才奇怪。

美国资本市场的监管者已经发现了来自中国的借壳炒作者的不良动机和倾向，及时采取了限制性措施。

反思我国的股票市场，我们应该如何限制这些股市的“害群之马”？我们明知道借壳重组的行为危害巨大，为什么要纵容这些借壳重组的行为？当这些炒作行为积累到一定程度，投资者的信心危机出现总爆发，市场将难以承受。

第三，当心信心危机的传染。笔者注意到，2011 年 4 月中旬上海和深圳的 B 股同时出现跳水。在 2011 年 4 月 17 日出现跳水之前，B 股的走势一直比 A 股强，突然出现超过 5% 以上的跌幅让投资者无法理解。事后来看，B 股出现跳水的时间与美国股市的中国公司股票遭到抛售的时间是完全吻合的。2011 年 6 月 9 日、10 日 B 股再次出现断崖式的暴跌，而大洋彼岸的美国股市里的中国股票也正在遭遇信用危机。这应该不是巧合。

更进一步观察，无论是 B 股的跳水，还是中国公司在美国股市被做空，都与 A 股走势高度相关，到底是谁影响了谁？除了财务造假而导致的信用危机之外，是否还有更深层次的原因？需要我们高度关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　中介机构与机构投资者，值得信赖吗？

保荐人责任："绿大地"涉假给我们的警示

2011年3月间，绿大地（002200）的一则公告让困扰投资者多时的疑问终于解开，公司控股股东、董事长何学葵因为涉嫌欺诈发行股票而被捕。公司股票复牌后股价跌停，股价已经从之前高位的40元左右跌到了20元左右，股价跌去50%多，投资者损失巨大。

笔者认为，投资者在承担巨大损失的同时，还应该从此事汲取更多的教训，否则，还会遭到市场更多的惩罚。

一、农业类上市公司为何频频造假？

2000—2001年，股市里发生了数起欺诈案件，最著名的要数"银广夏"、"康达尔"和"蓝田股份"三起事件了，有意思的是，这三个公司都属于农业类上市公司，巧合的是，绿大地同样是农业类上市公司。在笔者看来，这绝不是巧合那么简单，其中有必然性。

按照行业划分，狭义的农业类公司专指从事种植业、养殖业的公司，它们的共同特点是以土地作为基本的生产要素，而土地是有限的，这决定了农业类公司的扩张必然面对土地资源的约束，无法像工业企业一样实现公司规模的高速扩张。但股市投资者希望公司能够高速扩张，这是资本的天性，如果一个公司无法实现扩张，这个公司就不受市场欢迎，股价的估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值必将受到很大的影响。这是农业类公司进入股市的第一个障碍，为了突破这个局限，银广夏和蓝田的管理者分别想到了沙漠和湖面，银广夏的故事是想在广袤的沙漠里做文章，而蓝田的董事长从广阔的洪湖水里得到启示，沙漠与湖面都可以突破传统的土地资源约束。事实表明，如此大胆的想象竟然受到了投资者广泛的认同，银广夏和蓝田在很长一段时间里都成为农业产业化的“典范”、“龙头”，银广夏的股价在出事前的 5 年里涨了 7 倍多，是 2000 年前市场里最著名的牛股之一。

其实，只需要有一点农业经济常识，就不会被这样的谎言所蒙骗。假如沙漠地能“淘金”的话，为什么自古以来人们却远离沙漠？以色列的经验表明，沙漠里可以从事农业生产，但需要国家的巨额投入，只有在不得已的情况下才这么做的，沙漠里搞农业是不可能获得暴利的。同样，在湖面、海面从事水产养殖也不可能获得暴利，因为它需要很多资本的投入和人工的投入，暴利之说一定是谎言。

第二个难以回避的问题是，单位重量的农产品其市场价值有限，一公顷土地或水面只能生产有限的农产品，而单位农产品的价格又很有限，一块芯片或一台机器的价值可以是几千或几万甚至更多，但一公斤农产品可能只有几块钱。这决定了农业类上市公司的销售收入的绝对量、增长速度等都是非常有限的。当然，名贵中药材的价格昂贵，海参、甲鱼等也价格不菲，银广夏编造的故事就是生产中药材，而蓝田的故事是在洪湖里养殖甲鱼。名贵中药材之所以价格昂贵，是因为它稀少，它的生长需要特殊的自然条件，能够大规模地种植的东西一定不会昂贵的。同样的道理也适合于甲鱼及海鲜产品。

以上两个天然的缺陷决定了从事种植业与养殖业的公司无法满足资本市场的要求（业绩快速扩张），造假成为它们迎合投资者心理预期的唯一选择。当然，农业类公司造假还有独到的条件，农产品的交易很多是零散的现金交易，这给做假账创造了良好的条件。当年在查处蓝田公司的时候，如何确认其财务数据造假，有关部门的确是费了一番周折的。

正因为农业类公司的上述特点，使农业从事种植业或养殖业的上市公司要么造假账迎合市场的需要，要么逐渐退出资本市场，最早退市的“粤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金曼”就是从事鳗鱼养殖的公司，除了上述提及的银广夏、蓝田股份外，已经退出或即将退出市场（有些是进行了资产重组）的还有草原兴发、金果实业、赣南果业、洞庭水殖、武昌鱼、如意集团、中农资源、中水渔业等等，2010年在市场里绯闻缠身的“九发股份”也是一家地地道道的农业类上市公司。

自有现代工业以来，农业的产业竞争地位就逐渐在走下坡路。在几乎所有的发达国家，种植业和养殖业一般都依靠国家的财政补贴才能维持其再生产的运行，从事农业生产的公司绝不可能存在暴利。我国政府对农业的补贴力度也越来越大，如果因此而将农业类上市公司视作一个非常具有潜力的板块就大错特错了，除了出事的绿大地外，股票市场还有类似银广夏的传奇故事在流传，投资者需要高度警惕。

二、中介机构难辞其咎

尽管市场已经多次提醒投资者农业类上市公司的风险，但市场里却把农业类上市公司作为一个概念来炒作，这其中有市场中介机构误导或不作为的因素。

从资本市场的制度设计看，让会计师、律师、投资银行家参与股票发行的目的是希望这些专业人士能够通过其专业知识甄别公司的好坏，将真正优秀的公司输送到市场中来，一家公司的上市需要准备数月乃至数年，中介机构的人员有足够的时间将公司的家底搞清楚，但事实情况却是经常有中介机构与上市公司串通起来蒙骗监管者及投资者。问题的症结在于犯罪的成本与收益不对称：与上市公司串通可以获得很多好处（不仅有中介费用的提成，而且可以获得巨额贿赂），有些中介机构的人员在公司上市后干脆进入公司做高管，而万一东窗事发，所受处罚十分有限。显然，犯罪的成本小而受益大。

这里需要重点强调的是保荐代表人。监管机构设立保荐代表人角色的初衷是让保护投资者权益的责任落实到个人头上，但实际结果却是另外一番景象：首先，保荐代表人享受着极高的工资待遇（行业平均每年在200万以上），但大多都不参与具体的工作过程，保荐代表人是名副其实的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“签字人”。因为保荐代表人不参与具体的工作，他无法知道上市公司的真实情况，更谈不上落实责任了。随后，监管部门强调保荐代表人一定要参与整个工作过程，但大多数保荐代表人的业务能力有限，工作经验有限。这与保荐代表人的产生机制有直接关系，现行的保荐代表人需要经过严格的考试，对实践经验的考核相对疏忽，使年轻但工作经验不足的人容易通过此类考试，而经验丰富的人反而不能通过此类考试，最终使部分签字的保荐代表人无法行使其责任。

如果说会计师和律师还需要对其错误的行为负责的话，那么还有一类中介机构却可以对其错误行为不负任何责任，这类机构就是证券公司的研究机构。无论是之前的银广夏还是现在的绿大地，在出事之前都曾经被很多证券公司的行业分析师出报告推荐，著名的大公司的研究人员几乎都涉足其中，投资者只需到网上一查便知。前面笔者关于对农业类上市公司特点的分析都属于常识性的问题，一般投资者可能难以判断上市公司发布的信息真伪，但作为专业的研究人员是很容易鉴别上市公司欺诈行为的，如果明知上市公司造假却还写推荐报告的话，分析师的行为应该受到惩罚，但现行的法律还缺乏相应的处罚措施。

解决中介机构的诚信问题，除了需要加大对中介机构的监管力度之外，还要在监管体制上做重大改革。我国现行的上市公司监管主要是中国证监会及其派出机构，上市公司发展迅速，而监管部门人员的数量受到很多限制，这样的监管体制效率会越来越低。应该创造条件使投资者成为监督上市公司的主要力量，要让中小投资者有足够的手段和渠道去维护自己的权利，现在散户投资者维权的成本太高，要吸收国外资本市场的监管经验，引进集体诉讼制度，让上市公司和中介机构不敢违规。

总之，绿大地一事绝非个案，其中反映的很多问题与现象在股票市场具有相当的普遍性。

三、股票发行制度改革的回顾

在1998年《证券法》实施之前，我国股票市场实行的是“审批制”发行制度，该发行制度将计划经济的管理手段移植到股票市场，它的主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做法就是每年由国家计划部门确定股票发行的额度，然后将额度按部门分配，各部委再将得到的股票发行指标分配到下级部门或公司。该发行制度在实施几年之后，其弊端逐渐显露出来：①有些政府官员利用手中的权力为自己谋取私利，产生了权力寻租现象，已经曝光的“湖北康赛案件”就是这种现象的代表。在该案件中，原国家经贸委副主任徐航鹏（违规持有康赛股票 12.1 万股，获利 113 万元）、原中国纺织总会会长吴文英（违规购买 10 万股康赛内部职工股，获利 89 万余元）、原黄石市委书记陈家杰（违规购买康赛原始股 5 万股，获利 35 万元）等数名政府官员落马。②地方政府为了减轻就业和财政压力，将经营不好的公司推荐上市，并产生了过度包装现象。最典型的就是四川省红光实业股份公司的包装上市案件。使得股票市场产生了劣币驱逐良币的现象，劣质的上市公司充斥市场，股票市场的发展根基受到动摇。

因此，从股票市场的功能看，审批制不能实现资源的有效配置，从某种程度上说，审批制产生了资源的逆向配置。

1998 年《证券法》实施后，按照《证券法》的规定，我国对股票发行制度进行了较大幅度的改革，由以前的审批制改为核准制。政府在股票发行过程中的行政审批职能大大降低。组建了由专家组成的“发审委”，企图采取市场化的步骤来解决审批制的弊端。但经过近五年的实践，核准制并没有起到预期的效果，上市公司的质量并没有因实施核准制而有所提高，许多上市公司在上市当年就宣告亏损。我们分析了 2001 年新发行股票公司的盈利状况。2001 年共有 170 家公司发行了股票，其中首次公开发行（IPO）60 家、配股 85 家、增发 25 家。截至 2002 年 6 月 30 日，共有 53 家公司变更了募集资金投向，占总发行数量的 31%，其中有 24 家变更比例超过了 30%；2002 年中期这 170 家公司中出现亏损的企业有 10 家，占总发行数量的 5.8%，主营业务利润出现下滑的公司共有 72 家，占总发行数量的 42.3%，其中下滑比例超过 50% 的，共有 13 家，占发行总数的比例为 7.6%。据笔者统计，从 1995—2001 年的 7 年间，新上市公司在当年的盈利比上一年度增加的幅度分别为 -13.2%、9.58%、2.57%、-18.05%、-11.3%、-3.1%、-0.36%，这说明实行新的发行制度以后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司的质量没有明显提高。

针对这些问题，有人认为是“发审委”的工作流程存在一定问题，建议对发审委的工作程序作如下调整：将发审委对上市公司股票发行审批环节中的无记名投票改为记名投票，同时不再对发审委的名单保密。目的是增加发审委的工作透明度，明确发审委的工作责任。也有人认为是券商的投行人员没有承担股票发行过程中的诚信义务，应该让他们承担更多的诚信责任。可以看出，有关发行制度改革的一系列措施（包括推出保荐人制度）就是该推理的产物。

为何核准制没有起到预期的效果？保荐人制度改革能从根本上解决股票发行市场存在的弊端吗？

四、股价扭曲使发行制度改革难以奏效

导致我国发行制度改革难以奏效的根本原因不仅在于发行制度的设计，而且在于股票市场价格的扭曲。如果不纠正扭曲的股票价格，所有发行制度改革措施都会事倍功半。

为了更好地说明股票价格扭曲对股市功能的影响，我们提出“股市租金”的概念。广义上，所谓租金就是资源所有者得到的款项中，超过这些资源在任何可替代的用途中所能得到的款项的那一部分。由于股票市场定价高于它的价值，使公司在上市的过程中，获得了额外的所得，我们称之为“股市租金”。比如说，中国石油化工股份有限公司（简称中石化）在香港股票交易所发行的价格为 1.78 港元/股，折换为人民币是 1.88 元/股（中石化 H 股），而该公司在上海股票交易所发行的价格为 4.26 元/股（中石化 A 股），后者价格比前者的价格高出 2.36 元/股（即 125%）。如果我们承认香港股票交易所是开放性的国际资本市场的话，那么，在该市场的定价就代表着国际资本投资者给出的合理定价。中石化 H 股的发行价格是国际资本市场对该公司的合理定价，中石化 A 股所高出的部分（2.36 元/股）就是股市租金价格。股市租金在我国股票市场是普遍现象，我们只要比较国内外发行市场的市盈率就可以很清楚地看出它的存在及其程度。从 1997—2002 年的 5 年时间里，我国公司在香港股票交易所发行的市盈率一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直在5～15倍之间，平均为10倍左右，而国内发行的市盈率一直在20倍左右，最高发行市盈率达到46倍。可见我国股市租金的比率大概在100%左右。

股市租金使上市公司融资行为异化。在正常情况下，融资成本高低决定了企业融资结构的最优顺序是：先是内部融资，然后是发行债券，最后才是发行股票。但由于我国资本市场存在股市租金，使得我国上市公司的融资行为发生了明显的异化，存在强烈的股权融资偏好。我国上市公司加权外部融资比重为61%，比西方发达国家中对外融资比重最高的日本还高（日本为56%）。而且，我国公司更依赖股权融资而不是债权融资，股权融资占到外部融资的73%，比西方发达国家中股权融资比重最高的法国（61%）还高。从这一点我们就可以理解，为什么我国有那么多公司排队上市。

也许有人会说，如果不是一股独大，流通股股东在公司股权结构中所占的比重超过第一大股东，那么在关于再融资的表决上，该方案就不会通过。这个假设不符合国内外的资本市场的现实，从全球的视野看，只有美国上市公司的股权最分散，但仍然有超过一半的上市公司被大股东控制，东南亚诸国的上市公司就更不用说了，大多数是家族控制的。而这些国家的上市公司并不存在小股东与大股东在再融资问题上如此激烈的冲突。和国内股市最有可比性的是H股市场，它的股权结构和A股完全一样，为什么H股市场没有发生类似招商银行发债风波？只有一个简单的道理，H股的价格比A股合理。

只要股市还有大量的股市租金存在，就会诱导各种势力参与其中的寻租活动，产生各种严重腐败现象，它不仅使政府的行政管制失效，甚至会使国家司法系统的作用都打折扣。从经济学的角度分析，只要股市中存在的租金大于俘获政府官员的成本，政府某些官员被俘获的可能性就存在。这种事情不但存在于中国股市中，而且广泛存在于发达国家的股票市场，美国亦不例外。每次美国的大牛市之后，都会揭露很多股票欺诈事件，政府高官纷纷落马。其根本原因不是股票市场监管不严，而是牛市行情产生了巨额的“股市租金”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我们认为，在没有解决“股市租金”问题之前，保荐人制度可能效果不会太好，结果可能只是增加了一个股市租金的分享主体而已。在行政审批制下，股市租金由政府（有上市指标分配权的部门）和上市公司分享，在核准通道制下，股市租金的分配主体变为券商和上市公司，如果要实行保荐人制度，股市租金的分配主体变为券商、上市公司和保荐人。使保荐人也成为一个特殊的利益群体。保荐人的介入只是改变了股市租金的分配方式，而并没有消除股市租金，该方法没有触及股票发行问题的本质。

基金黑幕：“坐庄”模式似乎又卷土重来①

2001 年曾经爆出“基金黑幕”的丑闻，当时的证券投资基金普遍存在“坐庄”的行为，以资金优势操纵股票价格。正因为基金等机构投资者（包括当时的证券公司）人为大幅度炒高股票价格，使当时的股票市场出现巨大的泡沫，造成系统性风险，导致 2001 年之后股市价格在宏观经济景气非常好的情况下连续四年下跌。

当前的证券投资基金行为出现了类似 2001 年“基金黑幕”所揭示的种种不良行为，系统风险正在累积，监管部门应该采取审慎措施逐步消除这些风险。

一、基金的流动性风险正在积聚

最主要的表现是基金集中投资中小板和创业板市场。根据 2010 年第三季度数据，截至 2010 年 9 月 30 日，109 只创业板股票中，有 32 只股票基金持有的流通股数比例超过了 20%，有 14 只股票基金持有的比例超过 30%。在 488 只中小板市场股票中，基金持股占 20% 以上的有 83 只，有 29 只股票基金持有的比例超过 30%，有 11 只股票基金持有的比例超过

① 本节原文写于 2010 年 12 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40%。股票型基金持有中小板和创业板股票的市值已经超过基金总市值的30%，部分基金投资中小板和创业板的比例超过60%。

众多基金集中投资这些股票导致股价严重偏离了正常的范围，深圳的中小板市场的平均市盈率（市盈率=股票价格/每股盈利）一直在60倍左右，创业板市场的市盈率平均高达80倍左右，与此对应的是主板市场的市盈率只有20倍。当整个市场的定价都严重高估时，系统性风险必然会降临。

更值得关注的是，中小板市场和创业板市场的股票股本都较小，基金的集中持股存在较大的流动性风险隐患。一旦市场预期逆转，众多基金都争相抛售时，股票会难以成交，系统性风险一触即发。2010年10月大盘股曾经出现短暂的井喷行情，就在大盘股连续出现上涨时，很多基金净值出现大幅度下跌，因为这些基金主要持有中小板与创业板的股票，当投资者出现集中赎回时，基金经理抛出手中持有的中小板和创业板的股票，股价就大幅度下跌，流动性风险已经充分暴露。

从更长远的眼光看，基金集中持有这些小市值的股票扭曲了市场的定价体系，妨碍了股票市场的配置资源功能。以2010年11月22日的收盘价计算，主板市场中长江电力的总市值约为1200亿元，与中小板市场的洋河股份总市值相当，简单地说，用买一个二线酒厂的钱就可以买下三峡工程的发电资产。从企业账面资产看，长江电力的资产总额是洋河股份的16倍，股东权益是洋河股份的10倍，营业收入是洋河股份的3倍，净利润是洋河股份的4.7倍，但是市场却给它们相同的出价！导致这个结果的主要原因正是基金的行为，基金持有的股票占洋河股份的比例高达40%多，而长江电力的股东中，基金占比不到5%。

于是，股票市场形成了明显的两极分化结构：中小板与创业板市场的股价很高，而大型骨干公司（如电力、石油石化、银行、钢铁等）的股价都十分廉价。如此扭曲的价格显然不利于资金的合理配置。

二、基金集中投资中小板、创业板股票涉嫌违规

基金为什么要选择这些中小板和创业板的股票而舍弃蓝筹股呢？主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因是大盘蓝筹股盘子大，股价难以控制，而中小板和创业板的股票好控制（简单说就是股价好操纵）。简言之，基金的行为似乎又回到了2001年前的“坐庄”模式，有违规之嫌。

仔细分析基金的行为就可以看出，基金集中持股有很强的规律性，一家基金公司旗下的所有基金往往集中持有同一批股票，其实质就是可以利用资金优势操纵股价。《基金法》对基金持有单个公司的股票有严格的比例限制（最多不能超过该公司股票的10%，也不能超过基金总规模的10%），但并没有规定同一家基金公司旗下的基金持仓限制，这是制度上的漏洞。

另外，基金投资中小板和创业板还涉嫌内幕交易。大型公司的管理比较严格，基金要得到准确的内幕消息相对比较困难，中小板和创业板市场的公司以民营企业为主，公司治理比较差，基金经理与公司实际控制人之间很容易达成合谋操纵股价的协议。一个十分普遍的现象是，当一只股票出现大涨之后，总是有利好消息出现：要么是有新的项目上马或接到重大合同，要么有新的技术突破，或者是有高比例的分红，或是有重大资产重组。其中难免有内幕消息提前泄露的嫌疑。

三、政策建议

第一，建议实时修改基金法，对同一基金公司旗下的基金投资同一家公司的股票设置最高比例限制，用法律和制度来规范基金的行为，弱化其操纵股价的行为。

第二，可以通过电话提醒的方式让持有中小板和创业股票比例较高的基金减持这些股票，并对基金持有中小板和创业股票的比例设置必要的上限。以防止出现基金的流动性风险。

第三，加快中小板和创业板公司的上市速度，让更多的优秀公司发行股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　资本市场前景，阴霾还是光明?

资本新政面临严峻挑战[①]

前任证监会主席郭树清在2011年12月初的深交所中小企业论坛上系统阐述了他的“资本新策”。资本新策的核心思想是理顺资本市场的定价机制，但股票定价背后实际上是各利益主体的利益分配，任何细小的变动都会使有些参与方受益而另外一些参与主体受损。正因如此，资本新政将面临来自方方面面的压力，资本市场改革任重而道远。

一、利益盘根错节

从中国股市的历史看，2001年前后曾经有过一轮“监管风暴”，分析和总结历史的经验和教训，对当前的资本新政有很多借鉴意义。

2001年前后的监管风暴是针对当时上市公司财务造假和二级市场的股市操纵泛滥现象而采取的行动。中国证监会聘请香港证监会的史美伦女士为中国证监会副主席，专司证券监管。史美伦丰富的监管经验给内地市场带来了一股新风，超脱的身份也使其监管逾越了许多人情世故藩篱，一时间股市监管工作风生水起。“银广夏财务造假案件”、“基金黑幕”、“东方电子案件”、“中科创业股价操纵案件”等等，甚至包括2004年倒下的新

① 本节原稿曾载于2012年第1期《财经国家周刊》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疆德隆的系列股价操纵案件都与此次监管风暴有关。

在取得这些成绩的同时，有"铁娘子"之称的史美伦亦感慨内地与香港监管环境的差异，坦言不是一两个负责任的强势人物所能改变的。如当时曾被炒到100元以上的"亿安科技"股票，流通股东只有600多人。根据《公司法》的规定，当持有上市公司股票1000股以上的股东人数不足1000人时，该公司的股票不符合继续上市的条件，应该自动退市。该公司的股东人数为什么不足1000人？简单的推断是有人手里握有绝大部分的筹码，属于操纵股价行为，应该被查处。深圳证券交易所将此事报告给证监会后却一直得不到处理意见，后来在人大执法检查小组的督促下才给予没收非法所得并处以非法所得一倍的罚款，共计9亿多元，但结果却是一分钱没有罚到。

资本市场监管之难，由此可见一斑。

二、被"市场"挟持

更大的阻力来自市场本身，即在规范市场秩序的过程中会面临股市价格下跌的压力。

股市的价格波动反映的是市场参与者利益关系的调整，当市场规则的调整导致价格的变动时，利益受损方必然出现抵触情绪，如果股价调整幅度较大，利益受损方就会质疑改革的合法性。

每当一个公司的财务欺诈案件被曝光，或股价操纵案件被公布，相关的股票价格就会出现大幅度的下跌，散户投资者的利益受到冲击。另外，在监管风暴的威慑下，昔日的"庄家"纷纷撤离股市，使股价不断走低，于是，监管者面临越来越大的压力。

再看看这一轮的资本新政，打击股价操纵、对"内幕交易零容忍"、在创业板推行"退市制度"、严格控制借壳重组等，都是针对当前股市违法违规特点推出的针对性措施。在这些措施的作用下，蓝筹股与垃圾股的走势开始明显分化，以ST类股票为代表的垃圾股纷纷跳水，在短短的一个多月的时间里，很多垃圾股的价格被腰斩。

于是，一些观点开始频见报端，如"借壳重组是市场的基本功能，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利于拯救濒危公司……如果再按接近首发条件要求借壳者等于关闭闸门，如此被套牢之人和公司无路，市场无望”等等，种种貌似有理实则荒谬的观点背后，是有关退市及借壳重组举措动了部分人的“奶酪”。

显然，上述言论将“维护市场规则”与“保护投资者”这两个不同层次的问题混为一谈，应该明确的是——只有维护市场规则的“公开、公正与公平”才能真正保障投资者的利益。一个公司被借壳之后，公司经营业绩提升，股价上涨，似乎所有的参与者都皆大欢喜，但它破坏了市场规则，会使内幕交易泛滥。长此以往股票市场就会出现劣币驱逐良币的现象，变成“柠檬市场”，如果不采取铁腕手段打击这些不良行为，市场就会真的无望。

但这些言论一旦贴上“保护中小投资者”的标签便极具市场感召力，而当多数人都认为它正确时，改革者也将陷入进退维谷的境地。

三、退市实践的僵局

上市公司退市机制的重要性毋庸赘言，然而在 2001 年的监管风暴中，40 多家上市公司股票被退市或暂停上市，之后就再无上市公司的股票退市了。股票退市的确是十分棘手的问题，上市公司的股东少则几千人，多则几十万人，一旦股票退市，则股票基本上失去价值，众多的投资者会否做出不理性的事情，谁也不敢打包票，这成为退市实践中的难解僵局。

目前股市累计的垃圾股风险已经相当大，需要尽快将这些“手榴弹”逐一拆除，否则，局部风险会逐渐累积成为系统性风险。

客观看，股票退市难题与司法救助制度不完善有一定关系。我国相关法律规定，只有上市公司造假、虚假陈述，违反《公司法》与《证券法》，投资者才能进入维权程序，而且维权成本高昂。

我国对证券违法的民事赔偿有相当详尽的法律。关于证券市场民事赔偿及责任制度的立法体系已基本具备，并已体系化，《民法通则》、《公司法》与《证券法》为民事赔偿打开了大门。但在实际操作中，法律实施难度较大。

2001 年 9 月 24 日，最高人民法院曾发出通知，宣布对于股民针对上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为提起的民事赔偿案件暂不受理。因为“证券民事责任制度十分薄弱，加上司法人员素质有局限，法院尚不具备审理条件”。

2003年1月15日最高法发布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，该司法解释为证券民事赔偿放开了一个口子；2007年5月30日，最高人民法院副院长奚晓明在全国民商审判工作会议发表讲话，表示投资者因内幕交易而对侵权行为人提起的民事诉讼，法院应当受理。

但实际维权艰难，中国首例证券民事赔偿案——原红光虚假证券信息纠纷案——审理期长达4年，而且是同类案件中唯一一例法院审结的案例。而缺乏法律维权渠道，必然滋生对监管权力的渴求；对监管者的失望必然滋生自我维权行为；自我维权行为则难免陷于失范。

中国模式能否有效应对资产泡沫问题[①]

笔者注意到这样一个有趣的现象：世界上所有的学者和政府决策者都对经济泡沫非常警觉，甚至是讨厌，但历史上几乎所有的国家都经历过经济泡沫的肆虐。原因在于当股市泡沫或房地产泡沫正在发生的时候，大部分经济学者以及政府决策者都不自觉地成为泡沫的推动者和维护者。18世纪初的法国密西西比泡沫事件、英国的南海股票泡沫事件、20世纪末的日本泡沫经济事件、美国次贷危机等等，都无一例外。分析经济决策部门的行为，尤其是中央银行的决策行为，对于我们研究泡沫经济膨胀的规律十分有益。

以史为鉴可以让我们少犯些错误，我相信中华民族的智慧与勇气一定会越过泡沫经济的旋涡。

---

① 本节原文写于2009年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、20 年前发生在我国台湾的故事

货币政策不仅应该关注消费物价指数，也应该关注资产价格，这是几十年前金融理论早有定论的事情了。但在金融实践中却并非如此，货币政策与股市价格一直是个敏感的话题，各国中央银行的决策者们总是有意无意地回避资产价格这个话题。在股价大涨的过程中货币政策总是作壁上观，任何一次不利于股价上涨的政策都难以出台。

20 年前我国台湾地区就犯过这样的错误，10 年前的美联储在处理科技股泡沫时又重蹈覆辙。金融部门的决策者们一再犯同样的错误，势必有相同的因素在起作用，总结其中的经验和教训对我国的金融决策会有所启发。

20 世纪 80 年代中后期，由于新台币的升值预期，海外热钱大量涌入台湾岛内，在外汇盈余和居民财富增长共同作用下，造成当时台湾地区流动性过剩，其结果是各种资产价格的飙升，土地和房地产价格在短时间内翻了两番。

我国台湾地区自有股票市场后，用了 25 年时间（到 1986 年）台湾加权指数才越过 1000 点，但从此以后，股指便出现了全球罕见的加速上涨的牛市行情。在不到 9 个月的时间里，指数跃上 2000 点，随后的 2 个月内，指数接连突破 3000 点和 4000 点。1990 年初股指冲到了 12000 点以上。到股市崩盘前的 1989 年最后一个季度，台股平均市盈率达到 100 倍，而同期全球包括新兴市场在内的其他市场市盈率都在 20 倍以下。

但股市行情不是一直在政策的真空中发展的，台湾地区当局也出台过政策试图阻止股价泡沫的进一步蔓延——出台资本利得税就是一例。当股市开始失控之后，台湾地区当局于 1988 年 9 月推出了开征股票投资利得税这一政策。但此举激怒了已被“惯坏”了的投资者，股民开始上街游行抗议，围攻“财政部”和“财政部部长”郭婉容官邸，要求台湾地区当局为股市下跌负责。

从学术角度讲，利用税收政策为股市降温并没有什么错，但该政策遭到了市场广泛的围攻，开始演变为政治问题了。对于决策者而言，当个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益（取悦于投资者）与抑制股价泡沫发生矛盾时，他们会本能地做出利己的选择。遗憾的是，当时的台湾地区当局为避免失去选民，保住官位，开始转到了力挺股市的立场，让股市的疯狂进一步演化。当时的“财政部部长”郭婉容的行为最具有代表性，她在股市突破万点之后的一次活动中被记者追问对后市的看法时，本能地脱口而出“一万点已经不低了”，但可能很快意识到这句话会被市场视为利空，赶紧补充到“也不高”。这一骑墙表态成为第二天台湾地区大报小报的头条。这短短的两句话真实地反映了当时该“财政部长”内心深处利益纠葛的矛盾与困惑。

值得一提的是，因为台湾地区当局的许多政客与股票市场有公开或私下的利益纠葛，这是决策者回避股市价格泡沫的又一重要原因。在 1989 年“选举”后，台湾地区当局至少有 20 位“立法委员”担任不同证券公司的主席职位，力挺股市派在“立法院”拥有强大势力，就连“财政部”和“证监会”等“内阁”机构的政策制定者都无力对抗。凡是不利于牛市延续（但是却维护市场长期“利益”）的政策，都会在“立法院”遭到猛烈的，甚至是武力攻击。

二、美联储与美国的资产价格泡沫

同样的事情也发生在 10 多年前的美国。2001 年之后，欧美各国持续施行多年的资金宽松政策，在世界各地缔造了股市、房市之繁荣。美联储也并非完全没有意识到资产市场过热所潜藏的泡沫破灭危机，可惜都在“明哲保身”的心态下，不愿意主动去碰触、处理资产市场过热的问题。

时任美联储主席的格林斯潘原本认为股价过高可能造成通货膨胀，并在 1996 年 12 月对当时大涨的股市提出“非理性繁荣”的警示，并在 1997 年 3 月试图通过加息为股市降温。但格老的努力也仅限于此——因为他不仅是金融家，还是政治家。格老深知贸然戳破泡沫后的政治后果，于是，他自 1997 年年中起，即不再尝试介入股市。格老针对股市的态度由积极转为消极，所提出的辩解主要有三：一是法令并未赋予美联储稳定股价之权责；二是股市是否存在泡沫，难以认定；三是即使认定泡沫存在，美联储未必有能力消弭股市热潮或泡沫，而且不导致经济硬着陆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他自己在书中坦承：美联储出台的数次紧缩政策都是针对股市价格的，但在公开表述中都有意隐瞒此事。1998 年后，他对股票、房地产等资产价格之飙涨，虽然仍然关心，但不再主动采取预防性的降温措施，而只准备在一旦股市或房地产泡沫破灭时，妥为善后，将经济所受到的伤害降至最低。

格老在 1997 年前后对股市价格泡沫态度的微妙变化与 1987 年台湾地区“财政部长”对股市态度的转变没有本质的不同，都是利益冲突的结果。只要有人出台政策让股市下跌，他便成为所有投资者的“敌人”，当“敌人”队伍越来越大时，政治家对之敬畏之情也越来越重。

这恐怕是决策者回避股市价格的真正原因，也是股市泡沫事件在历史上一再上演的重要原因。

三、中国人民银行的困境

在我国的股市发展过程中，上述矛盾并不鲜见。2007 年 5 月 30 日，财政部出台政策提高股市交易印花税，有人将此形容是“半夜鸡叫”，抵触情绪可见一斑。

2008 年，股市泡沫的破灭，但物价不断创新高，中央银行遇到如何在物价上涨与股市下跌中寻找平衡的难题。对于人民银行来说，控制物价是义不容辞的责任，随着物价的不断上涨，提高利率也是首选的政策工具。但如果在物价加速上涨的过程中遇到股价不断下跌的情况，货币政策的操作将面临来自股市的巨大压力。2008 年 6 月 10 日，在一个重要的时间窗口（股市上涨 3 周年），深沪股市双双大跌 8%！因为在刚刚过去的双休日，人民银行将存款准备金率提高 1 个百分点。于是，人民银行成为数以亿计的中国股票投资者舆论攻击的对象。

如果说 2008 年人民银行遇到的难题是如何处理物价上涨与股价下跌的矛盾，那么 2009 年遇到的则是如何处理物价下跌与股价虚涨之间的矛盾。后者比前者更难应付，因为前者需要面对的是股民的舆论压力，属于外部的压力。而防止出现通货紧缩是中央银行神圣不可推卸的责任，属于内在的压力。2008 年第四季度以来，CPI、PPI 不断走低，而且出现负增长，工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业增加值等指标大幅度回落，中央将货币政策及时调整为“适度宽松”，在此背景下增加信贷对于经济摆脱困境应该是有好处的。因此，货币政策如何平衡股市及经济增长二者之间的关系将显得十分微妙。

另外，每当经济出现不景气，总是有人将“股市财富效应”的经文重新念一遍，决策者或多或少也有通过股价上涨来刺激消费和投资的意图，1999 年著名的“5·19 行情”就是决策层希望通过股价上涨来刺激经济的一个经典案例。当时外有亚洲金融危机的影响，内有国有企业的战略调整及数以千万计的国有职工下岗待业的压力，在内外交困之际，我国通过政策刺激股市，股价从 1000 点持续上涨到 2245 点，但随后是长达四年之久的大熊市，股价从 2245 点再次回到 1000 点，在这一涨跌轮回中，我国绝大多数证券公司陷入了财务困境，国家为股市付出了巨大的代价，教训非常深刻。

2009 年我们又遇到了类似的局面，但这次通过启动股市来刺激经济的理由更加充分，因为当时的股市投资者（包括基金投资者）已经超过 1 亿人，股市总市值已经占 GDP 的 50% 左右，股市成为中国经济活动中的一个重要组成部分，假如存在“财富效应”的话，股市上涨对经济的正面刺激作用比十年前应该更大。于是自 2008 年年底开始，有关第二次“5·19 行情”的讨论就不绝于耳。在此背景下，中央银行想要阻止信贷资金入市的难度就可想而知了。

四、由信贷增长而推高的资产泡沫具有很强的破坏力

由次贷危机导致的全球金融危机，直接的导火索就是廉价资金，2001 年美联储在新经济泡沫破灭及恐怖袭击的打击下将利率下调到历史低点，这是次贷大幅度增长的直接原因，由此产生的资产泡沫让全球经济遭受重大打击，这是我们必须汲取的教训。

2005—2007 年，我国的资产泡沫膨胀速度也十分迅速，三年时间里股市最大涨幅超过 500%，北京、上海等中心城市的房价上涨超过 200%。这些泡沫在 2008 年几乎同时破灭，但并没有对社会造成重大冲击，由此，让不少人产生了麻痹的心理，认为资产价格大幅度下跌并不可怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔者以为，2008 年我国股市泡沫破灭的事件之所以对我国经济及社会没有产生重大冲击，最重要的原因是信贷资金还没有大规模进入股票市场。当时，信贷资金没有大规模进入股市的原因主要有以下几个方面：①尽管一直存在银行体系的流动性过剩，但由于人民银行不断提高存款准备金率，使资金冻结起来，社会上资金并不宽松，民间利率的不断上升可以印证此推论。这期间的民间资金成本远远高于官方利率，一般在 10% 以上，有的高达 30% 以上。②实体经济一片繁荣，使资本投资股市的兴趣不大。③融资融券业务一直没有得到开展，使股市投资者与银行之间缺乏融资渠道。④2003—2005 年，对证券公司进行的清理整顿，将其可能产生过度负债的途径（挪用客户保证金、国债回购、违规资产管理）全部堵死。

因此，尽管 2006 年、2007 年不断有增量资金进入股市，但主要是居民的储蓄资金。大多数居民是通过买基金的方式间接进入股市的，这从基金的规模增长变化中可以直观地看到：2006 年年底基金规模突破 1 万亿元，但 2007 年迅速突破 2 万亿元、3 万亿元。由于大多是自有资金，只要坚持持有就不会出现血本无归的结局。因此，即使出现了股市的大幅度下跌，也不会出现大规模的企业破产和个人无家可归的情况。

20 世纪 30 年代的大萧条之所以让美国经济陷入崩溃，最主要的教训就是商业银行与资本市场没有防火墙。当企业和个人通过负债来投资时，危机迟早要出现，因为一旦资产价格大幅度下跌，这些企业和个人立即陷入破产的困境，在他们资产快速减少的同时，其负债并不会相应的减少。于是，银行的坏账激增，大量银行破产。在随后的经济恢复中，即使中央银行试图向经济体系注入资金，但企业及个人为了还债，并不愿意增加贷款，反而需要不断减少负债。此时的企业行为开始转为负债最小化而不是利润最大化。只有当企业将因泡沫破灭而毁坏的资产负债表恢复到正常状态，经济运行才真正恢复到正常状态，但这需要漫长的时间。美国用了十几年的时间才使经济摆脱了 20 世纪 30 年代大萧条的困境。

发生在 20 多年前的日本经济泡沫事件至今还还没有消除其负面影响，日本经济持续了近 20 年的低迷状态，其道理与美国大萧条并无两样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们应该庆幸这轮发生在我国的股市泡沫没有让银行信贷资金卷进来，但时下的有些做法让笔者十分担忧。为了克服全球金融危机，我国正在采取适度宽松的货币政策，但从2009年第一季度的实际结果看，信贷增长完全超出了“适度宽松”的范围，一个季度的信贷增长达到4.58万亿！在出口不可能恢复的情况下，实体经济无须大量资金，此时将银行的银根放得太松将驱使大量信贷资金进入股市和房地产市场。在实体经济不景气的背景下，上市公司盈利越来越差，租金收益率越来越低，而股市、楼市仅因为市场上资金泛滥而上涨的话，这样的股价、房价上涨是虚涨，是泡沫的膨胀。

如果不出意外，在货币充裕而实体经济不振的背景下，房地产价格将和股票价格一道成为多余货币宣泄之领域。金融和地产将再次上演泡沫膨胀的“完美”组合。但这一次与上一次会有本质的差异，这次是由信贷主导的资产泡沫，其破灭将直接导致资产负债表型衰退。如果出现这个结果，其危害将远远超出2001—2005年的熊市，受打击的将不仅仅是股票市场，还将包括房地产市场；也不仅是证券公司的资产负债表需要修复，还将包括房地产开发商及其他各行各业的工商企业或个人。导致的结果将不仅是股票市场的长期熊市，而是宏观经济的长期不振甚至衰退。

五、政策建议

要防止出现这样灾难性的后果，就必须采取坚决的措施杜绝信贷资金进入股市，控制企业或个人利用信贷资金投资房地产市场。具体而言，应该把握以下几点：

1. 货币政策要坚持“适度”宽松，但不能完全没有控制。为了应对全球金融危机对中国经济的影响，我国从2008年11月开始实施适度宽松的货币政策，该决策无疑是正确的，但适度宽松的货币政策一定要掌握好这个“度”。从2009年前四个月的信贷投资发放及货币供应量情况看，无论信贷增长速度，还是M2增长速度，都远远大于GDP的增长速度，M2增长速度比GDP的增长速度超出18个百分点。以第一季度的速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度去发放信贷是十分危险的，人民银行应该对商业银行进行适时的窗口指导，在保持适度宽松货币政策口径下强化信贷资金的风险管理与风险防范。

2. 银行监督部门要强化信贷资金的风险控制，对可能涉及股市的信贷资金进行现场检查，对违规的机构和个人进行处罚并通报。尤其要关注上市公司及上市公司股东的信贷使用情况，从过去的经验看，上市公司及上市公司股东有投资股票的习惯和偏好，大多数上市公司股东都有在二级市场投资股票的经历，有些股东习惯于和上市公司串通起来合谋操纵股价，一旦出现股市系统性风险，损失惨重，曾经影响巨大的“新疆德隆系股票崩盘事件”就是典型的案例，新疆德隆曾经通过各种方式负债融资，总规模达数百亿之多，操纵旗下数只股票，这些股票连续几年上涨了十倍左右，给新疆德隆带来巨额账面盈利，但 2004 年这些股票出现崩盘，该集团被清盘，欠下巨额银行债务。

3. 证券监管机构要淡化托市行为。股市的波动是正常的，如果监管机构经常性地干预股市的波动，会扭曲股价形成机制，使市场投资者的风险意识淡化，产生盲目乐观的预期，最终导致股价泡沫破灭。2008 年 9—10 月，在全球金融危机恶化阶段，政府采取适度措施稳定国内股市是有必要的，但如果借口稳定股市而经常性地干预股市，对股市的健康发展是不利的。

我国之所以出现 2001—2005 年股市的不断下跌，最重要的原因就是 1996—2001 年股价在政府的不断干预下出现了巨大的泡沫。在 2001 年之前的五年间，政府不断出台政策刺激股价，每当股价回落，政府都出台所谓的“利好”政策刺激股价，于是，股价不断被抬高，累积形成了较大的系统性风险，股价在 2001 年 6 月曾经达到 60 多倍的平均市盈率。

4. 房地产金融要坚持二套房贷政策，在支持自住买房行为的同时，控制以投资为目的的购房行为。对于房地产金融的风险防范而言，最重要的是要把非自住型购房者挡在银行之外，即严格执行有关二套房贷政策。

在政策执行过程中，该政策遭到来自市场的各方面压力，这是正常的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场博弈现象，这充分说明该政策是有效的。商业银行及银行监管部门切不可因为有舆论的压力或市场的压力就放松对该政策的执行力度。

从2009年前四个月的房地产市场运行情况看，投资房地产的热潮在宽松的货币政策刺激下已经出现升温的迹象，控制二套房贷政策将成为商业银行防范房地产金融风险的重要手段。

"内部职工股"相关政策考量

2009年11月间有关余秋雨先生因为持有拟上市公司上海徐汇商城股份公司的股份而引发的讨论十分热闹，最具有代表性的质疑是叶檀女士的观点：徐汇商城股票的投资价值是有目共睹的，为什么文化名人余秋雨先生能以很便宜的价格获得该公司的股份？其中是否涉及国有资产流失？

笔者想从另外一个角度分析此事。

我们首先分析一下余先生是通过什么环节得到了徐家汇商城的股份的。徐家汇商城的招股书中显示，2001年12月，当时还叫上海六百的徐家汇商城决定解散职工持股会，并计划将职工持股会持有的24.5%股权转让出去。这些股权转让给了上海祥龙物业、徐汇副食品公司、上海六百的31位公司管理人员和业务骨干以及余秋雨等4位外部自然人。余秋雨当年以每股2.9239元的价格购入82.5万股，出资为241.22万元。而经过近8年股的本转增，如今余秋雨的持股数量为518.6445万股。

也就是说，余先生得到股份的契机是徐家汇商城股份公司解散职工持股会。那么，2001年该公司为什么要解散职工持股会？职工为什么要将如此廉价的股份转让给别人？一切源于中国证监会有关公司上市的成文或不成文的规则：有职工持股会的公司一律不得上市，职工持股人数不得超过200人，等等。很多已经有内部职工持股情况的公司为了获得上市资格，不得不无奈地"削足适履"，徐家汇商城股份公司于2001年解散职工持股会的行为就是典型的案例。

解散职工持股会有很大的风险。以徐家汇商城股份公司为例，虽然招

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股说明书上清楚地写着：“职工持股会所持股权的转让以及职工持股会的解散清算均已经经过职工持股会会员代表大会的批准及全体会员声明表示同意，股权转让款已经由职工持股会全体会员签收，价格公允，股权变动经过政府主管部门批准，履行了相关的产权交易程序，股权转让程序完备，符合法律、法规和规范性文件的规定，不存在潜在的问题和风险隐患。”但笔者认为，即使在法律程序上是完备的，也难掩结果的不公平之现实。因为，职工当年并非所有人都是自愿转让的，多数是被劝导（甚至是强制）放弃股权的。当他们知道8年后的今天，当初放弃的股权已经增值40倍以上，他们内心是不会平静的。在公司内部很可能会产生持股者和广大职工之间的巨大利益鸿沟乃至情感上的仇恨，而且随着二级市场股价的上升，这种内心深处的裂痕会越来越大。这不仅不利于公司的健康发展，也不利于社会的和谐稳定。

内部职工持股的好处无需多言，事实早已经证明一切。中国最具有国际化水准的公司是深圳华为和北京的联想集团，这两个公司成功的秘诀就是内部职工持股。但如果按照中国证监会的有关规定，华为和联想永远不可能在国内股票市场上市。

既然职工持股制度有利于公司的发展，而解散职工持股会还要冒很大的风险，那么，中国证监会为什么要坚持这样不合理的制度规定呢？

从监管机构的角度看，主要有以下两点考虑：

第一个考虑是：职工持股容易导致国有资产流失。从实践看，确有此类事情发生，但近年来，国务院国资委已经出台了一系列防范国有资产流失的政策，如规范审计评估程序、强制进场交易等。从理论上说，这些制度可以基本防范国有资产的流失。很多国有资产重大流失都是因为地方政府官员严重失职，甚至是吃里扒外所致，在此情况下，不论采取何种改制方式，国有资产流失都无法避免。我们在实践中发现，在各种改制方式中，大规模职工持股导致官员受贿的可能性最小，因为没有人愿意为了集体的利益承受法律风险。

第二个考虑是：职工持股扰乱资本市场的秩序。20世纪90年代前后，很多企业发行的职工股在“一级半”市场广泛流通，严重扰乱了资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秩序。很多企业还采取倒签文件等方式虚假发行职工股，甚至发生以职工股行贿政府官员等不正常现象，这些恐怕就是证券监管部门至今仍对职工股采取“严防死守”政策的最重要原因。

从上述分析可知，内部职工持股对公司的发展有好处，但在一定程度上可能增加了监管机构的“工作量”，在“多一事不如少一事”的工作指导思想作用下，内部职工持股成为被清理的对象。此类因噎废食的情况必须引起有关部门的高度关注，应该制定相应政策对职工股进行严格的规范、引导，全盘封杀不是最佳的政策取向。如果内部职工持股的公司不得上市的规定不改，将来会不断上演徐汇商城股份公司解散职工持股会的悲剧，完善公司治理结构将成为一种奢望。

中关村三板市场发展前景①

在分析中国资本市场现状的基础上，提出北京市发展资本市场的思路，重点应该在吸引证券投资基金管理公司和做大做强中关村新三板市场方面。做大做强中关村新三板市场的核心在于放松准入门槛、实行严格的摘牌淘汰制度。只要北京市组织方式得当，中关村新三板市场可以发展成为中国真正的“创业板市场”，对推动北京的科技创新和产业升级发挥巨大的作用。

一、北京市发展资本市场有两个突破口

从全国的资本市场布局看，目前深圳、上海和北京各有优势，无论从证券经营机构的数量还是上市公司的数量，三个城市差距都不明显，例如：总部设在北京的证券公司数量是 17 家，此数与深圳相同（见表 10－1）；上海的证券公司数量比北京少，但基金管理公司的数量比北京多（见表 10－1）；北京市的金融业在 GDP 中的比重为 14.2%，高于上海的

① 本节原文写于 2010 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.5%和深圳的12.9%，但深圳的金融业创造的GDP增长速度大大高于北京和上海（见表10-2）。

表10-1 2009年三市证券业基本情况表

项 目	北京	上海	深圳
总部设在辖内的证券公司数（家）	17	14	17
总部设在辖内的基金公司数（家）	11	30	16
总部设在辖内的期货公司数（家）	19	26	13
年末国内上市公司数（家）	126	165	114

表10-2 2008年金融业增加值指标比较

	金融业实现增加值（亿元）	金融业增加值增长速度（%）	金融业增加值占GDP比重（%）
北京	1493.6	16.1	14.2
上海	1442.6	15	10.5
深圳	1007	21.5	12.9

从表面来看，北京市在资本市场建设方面取得了不错的成绩，但如果将上述三个城市的资本市场状况与金融总量结合起来分析，就会发现北京市的资本市场发展潜力还远远没有发挥出来。北京的金融资产总量占全国的一半，而上海、深圳的金融资产总量占全国金融资产总量的份额都只有10%左右，因此北京市的金融业在GDP中的比例应该更高才合理。

从税收的贡献看，北京在资本市场的发展应该侧重于增加金融机构的数量和质量。

证券公司的牌照已经基本上被冻结，新增证券公司可能性很小，因此，争取新的证券公司加盟北京是不现实的。而已有的一百多家证券公司的总部格局已定，不会有太大的变动。

我们应该将新增金融机构的目标锁定在证券投资基金管理公司上。从证券投资基金业的发展状况看，基金的发行渠道成为制约基金公司发展的最重要问题，工、农、中、建四家银行的网点最多，是各家基金管理公司争相公关的对象，北京市可以利用这四家大银行的总部优势吸引基金管理公司将总部设立或搬迁到北京，2007年以后，北京在基金发行渠道方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势已经逐渐显现，只要北京市政府能够因势利导，必将能够吸引更多的基金管理公司将总部设在北京（如何吸引基金公司？可在调研的基础上另述）。

除了吸引基金管理公司将总部设在北京之外，北京可以在做大、做强三板市场方面有所作为。这是本文分析的重点所在。

二、新三板市场的希望在于弥补创业板之不足

我国的股票市场包括：上海主板市场、深圳主板市场（包括中小板市场）、创业板市场及深沪两个 B 股市场，以及拟发展的柜台交易市场（包括中关村新三板市场）。从分工格局看，上海主板市场主要为国有大型公司提供融资和上市服务，深圳的中小板市场主要为中小型公司提供融资和上市服务，创业板市场是为科技创新类公司提供融资和上市服务。

主板市场的上市选择标准主要是依据过去几年的财务指标，其假设是过去经营状况良好的公司未来应该可以持续保持良好状态。对于传统行业来说，技术及经营模式不会有很大的变化，因此，用过去的财务状况去衡量未来的经营状况基本上不会出现太大的偏差。但以同样的方式去选择和甄别创新类公司就会出现很大的偏差。创新的特点就是风险大，失败的概率大，但一旦创新成功则业绩扶摇直上，而创新成功的企业在成功之前业绩不可能好。因此，如果创业板市场沿用主板的思路，在上市条件上主要看过去业绩、看财务指标，就会将真正有创新能力的企业几乎都拒之门外。2001 年深圳筹建创业板时，罗列了一些候选的创业板公司，当时的深圳华为公司在筛选时就被淘汰出局，可见，按照主板的标准是难以培养出有作为的高科技公司的。

当前，创业板市场的上市标准显然还是沿用了主板市场的标准，这是错误的思路。用该标准选择创业板的上市公司很难发挥创业板应有的作用。已经上市的 100 多家创业板公司基本上属于技术上已经成熟的公司，有些公司的经营历史已经超过 10 年以上，有创意但没有业绩的公司无法得到创业板市场的支持。

如果中关村的新三板市场能够探索出一条符合创新类公司特点的挂牌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市标准或办法，则可以弥补深圳创业板市场的缺陷，甚至可将新三板发展成为真正的创业板市场。这是北京市在中国资本市场的大有可为之处，也是中国创业投资领域希望之所在。

三、如何把新三板打造成为中国的“创业板”？

从上述分析可知，中关村的新三板能够真正发挥它对科技创新的支持作用，最关键的是要设计出一套符合科技类公司特点的推荐、筛选及交易制度。为此，提出以下几点设想和思路：

1. 新三板的挂牌标准应该放宽，退市的标准应该从严

对创新类公司的选择思路只能是海选，大浪淘沙，敞开上市的大门，给更多的创新企业上市的机会。但如果不看重过去业绩、不看重财务指标，而是看重未来前景、看重创新能力，实际操作性问题如何解决？如何能够简明地判断企业的创新能力？这个问题不解决，就会给很多没有创新能力的企业混进股票市场的机会。对此只能是交给市场来解决，发动全社会的投资者共同对上市公司进行评估，通过股票价格来评估、反映企业的创新能力。

股票价格高，说明投资者认为该公司未来前景好、创新能力强；股票价格低，说明投资者不看好这个公司；而如果股票价格持续低于一定水平，比如低于面值，该公司就应退市。这样做的目的是把选择公司的权利交给市场，而主板市场（包括现在的创业板市场）选择公司的权利却交给了有关行政部门（主要是发审委）。

目前的中关村新三板市场的挂牌数量只有71家，规模相对太小，而且挂牌公司的数量增长太慢，有关部门应该检查一下究竟问题出在什么环节。一定要杜绝主板市场人为控制新增加上市公司数量的做法，确保在新三板市场能够真正实现新股发行上市环节的市场化改革。

在宽进的同时，要做到严格退市制度。经过一定时间的市场筛选之后，如果公司的价格持续低于一定水平（如：平均股价低于1元，且持续1年以上），应该立即退市。这样可以保证市场快速地进行新陈代谢，让市场保持活力。美国的纳斯达克市场有些年份退市摘牌的公司数量大于新挂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌的公司数量，这给了我们很好的借鉴。

2. 实行做市商制度，提高市场的流动性

公司披露的财务等信息对于主板市场的投资者一般情况下基本够用，所以主板市场对投资者的服务主要是上市公司信息披露。但是，对于新三板市场的创新类企业，企业经营不稳定，具有高风险、高收益的特点。普通投资者很难用通常的公司估值方法对挂牌公司进行准确的估值和定价。这就使投资者无法建立对新三板市场投资的信心。这也是目前新三板市场交投清淡，成交不活跃的根本原因。只有实行做市商制度，才能为创新型高科技公司准确估值定价，从而在根本上增加投资者的信心，活跃新三板市场。做市商拥有大量的专业人员，长期跟踪挂牌公司，能对挂牌公司进行相对准确的定位。更重要的是，做市商以自有资金对挂牌公司的股票进行买卖，这就相当于以中立第三方的立场为挂牌公司的股票价值进行一定程度的担保。这必将极大地增强投资者的信心，从而激活新三板市场，并最终形成良性循环。

表 10-3 中关村新三板市场的基本情况（截止到 2010 年 8 月底）

挂牌公司（家）	70
总股本（亿股）	26. 5231
成交笔数（笔）	440
成交股数（万股）	5070. 7456
成交金额（亿元）	2. 5835

做市商制度最早由美国的纳斯达克市场创立，经过近 40 年的发展，已成为全球创业板市场的主流交易制度。做市商的核心功能是估值，原因在于做市商有专业的研究队伍，能够对上市公司进行长期深入的研究，并在此基础上进行专业的估值和报价。

当前的中关村新三板市场交易十分清淡，引入做市商制度对提高中关村新三板市场的活跃度和吸引力很有帮助，中国证监会有关部门已经对此达成初步意向，北京市相关部门应该努力促成此事早日实施。

3. 从活跃交易的角度看，应拆细交易单位，降低单手交易下限

目前新三板市场每手交易股数至少为 3 万股，即使重新对个人投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开放也难以活跃市场，建议逐步降低到每手1万股。

4. 关于“200人”问题

新三板目前规定挂牌公司股东不能超过200人，这导致挂牌公司交易股东达到200人时就必须申请暂停交易。这一条规定的依据是，《公司法》规定股份公司发起人如果超过200人就算是公众公司，而公众公司需要中国证监会批准、备案。这里需要指出，《公司法》只是说公司设立时发起人不得超过200人，立法宗旨是防止乱集资导致金融风险、诈骗，但对公司成立后由于合法交易而股东超过200人的情况并没有限制。新三板是国家相关部门包括中国证监会在内推出的合法的交易场所，其目的就是通过股票的拆细、标准化交易来形成连续的股票交易机制，在此基础上解决高科技企业融资难题。如果公司股东严格限制在200人，就无法实现上述目的，新三板就很难发展了。

5. 建议对拟挂牌企业进行挂牌前辅导

比起主板上市公司，新三板挂牌公司规模小、管理水平差、财务会计等基础工作薄弱，所以更需要进行上市前辅导，具体操作可以参考主板辅导办法，适当调整。

此项工作应该由中关村科技园区管理委员会牵头，在与深圳证券交易所及证券监管机构协商的基础上组成专门的三板上市辅导工作小组，负责对拟上市的企业进行培训及其他协调工作，解决高科技公司在融资过程中的实际问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股市“沸腾的20年代”，最大涨幅达到惊人的511%；20世纪80年代的日本上演了“泡沫经济”，股市的最大涨幅也是511%；中国股市2005—2007年，最大涨幅也是511%。是巧合吗？为什么几次大牛市的最大涨幅都是511%？

还有一个有意思的现象是，二级市场投资者已经哀鸿遍野，而一级市场却有800多家公司在排队等着上市，可谓“一半是海水，一半是火焰”。

在投资界并不缺乏“聪明人”，但这些智商很高的人难以摆脱“屁股指挥脑袋”、“仓位决定态度”的困境。因此，他们难以成为真正超脱的“高人”。

“小数法则偏差”是指人们将小样本中某事件的概率分布渐进于总体分布，与之相对应的是对大样本的代表性的低估。这是一个非常重要的心理规律。大多数人是在身边的人买股票赚钱的刺激下进入股市的，别人的成功记录被自己所夸大，产生强烈的心理冲击。

上架建议 股市/投资
淘宝店铺热搜：东方出版社 http://dfyxcbs.tmall.com
微博、博客热搜：东方经济评论

ISBN 978-7-5060-6282-4
9 787506 062824 >
定价：42.00元